مقرر

كتاب إدارة الاستثمارات والأموال

لطلبة الجامعة المفتوحة

المحتويـــات

الموضـــــوع	الصفحـة
	٥٦

مقدمة

تعاني معظم الدول النامية بما فيها الأردن شحاً واضحاً في فوائضها النقدية المتاحة للاستثمار . هذا ما يضع تلك الدول أمام خيار وحيد لا يمكنها تجنبه ألا وهو السعي الدؤوب نحو تحسين كفاءة ادارة الاستثمارات فيها بقصد تعظيم العوائد المحققة من هذه الاستثمارات، وبشكل يمكّنها من التعويض عن عنصر الكم بالتركيز على عنصر النوع .

في هذا السياق، أصبح لزاماً على تلك الدول مراعاة ما يلي:

١- العمل على نشر وتعميق الوعي الاستثماري لدى مواطنيها وبشكل يكفل الحد من غلواء السلوك الاستهلاكي لديهم ومن ثم تحفيز الرغبة والميل لديهم نحو الادخار.

٢- أن تحرص الجهات المختصة فيها على توفير المناخ الملائم لتنشيط حركة الاستثمار وذلك عن طريق وضع حزمة من القوانين والتشريعات وتوفير شروط ومتطلبات تحقيق الكفاءة لأسواق المال وذلك بما لا يكفل استقطاب المدخرات المحلية فحسب ، بل أيضاً رؤوس الأموال الاجنبية التي تبحث عن فرص ملائمة للاستثمار خصوصاً بعد تنامي مظاهر عولمة أسواق المال .

٣- توفير الوسائل والأدوات الاستثمارية الكفيلة بإيجاد الآلية المناسبة لتحويل مدخرات الأفراد والمؤسسات الى استثمارات تساهم في تنمية قدراتهم الحقيقية ومن ثم خلق قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد الوطني .

ضمن المعطيات آنفة الذكر، تنبع أهمية هذا الكتاب من كونه محاولة متواضعة من جانب المؤلف يقصد من خلالها توفير الخلفية النظرية المناسبة لترشيد قرارات الاستثمار وذلك بجانب عرض مزايا وعيوب الادوات الاستثمارية المختلفة مع توفير أمثلة وحالات عملية يشرح من خلالها مجموعة من الأسس والمبادئ المتعارف عليها في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية وتطبيقات على استخدام المعايير والمؤشرات المستخدمة في تقييم أدائها .

ومن قبيل مواكبة المستجدات الحادثة في عالم الاستثمار ، حرص المؤلف بعد نفاذ الطبعة الأولى من الكتاب على اخضاع الطبعة الثانية منه لعملية تنقيح مدروسة تمخضت بعد تصويب ما كان في الأولى من اخطاء مطبعية عن إضافة فصل كامل خصص لموضوع المشتقات المالية Derivatives والذي أصبح يلاقي اهتماماً شديداً ومتزايداً من قبل المستثمرين أفراداً ومؤسسات . إذ حاولنا في هذا الفصل اعطاء القارئ نبذة مختصرة لكنها مفيدة عن أنواع المشتقات والوقوف على مزاياها ومخاطرها وذلك من خلال أمثلة وتطبيقات عملية على اسس وأساليب التعامل فيها .

من هنا يخدم الكتاب في حلته الجديدة فئتين رئيسيتين هما:

١- رجال الأعمال في المؤسسات والشركات المالية والاستثمارية ممن يمارسون عملية الاستثمار في حياتهم المهنية ويسعون الى تعميق معارفهم النظرية وخبراتهم العملية في أسس ومقومات اتخاذ القرار الاستثماري وبناء وإدارة وتحليل المحافظ الاستثمارية .

٢- الاكاديميون وطلبة الجامعات وذلك باعتباره مرجعاً ملائماً للمساقات التي تدرس في مجال الاستثمار لطلبة كلية الاقتصاد والعلوم الادارية بتخصصاتها المختلفة .

ويتناول المؤلف بشكل يسر ومبسط الجوانب النظرية والتطبيقية المختلفة لمادة الاستثمار في ثمانية فصول موزعة على النحو التالي:-
الفصل الأول ، وقد خصص لعرض المفاهيم الأساسية للاستثمار مع التركيز بشكل خاص على العلاقة بين عنصر العائد على الاستثمار من جهة ، ومخاطرة الاستثمار من جهة أخرى .
وخصص **الفصل الثاني** ، لعرض أنواع القرارات الاستثمارية ومقوماتها الأساسية بما في ذلك المبادئ العليمة التي يتم الاسترشاد بها في بناء استراتيجية المستثمر واتخاذ قراراته الاستثمارية .
ونظراً لما لعنصر المخاطرة من أهمية في اتخاذ قرار الاستثمار ، تم تخصيص **الفصل الثالث** لعرض أهم مصادر مخاطر الاستثمار ومن ثم كيفية التعامل معها في إطار الموازنة بينها وبين العائد على الاستثمار .
أما **الفصل الرابع** ، فقد خصص لعرض مجالات الاستثمار والتعريف بمزايا وعيوب الأدوات الاستثمارية المختلفة . في حين خصص **الفصل الخامس** لعرض مزايا المحافظ الاستثمارية كأداة هامة من أدوات الاستثمار تساهم في تخفيض مخاطر الاستثمار الى حدها الأدنى ، وذلك بالاستفادة من مزايا تنويع أصول هذه المحافظ ، كما عرض المبادئ والمؤشرات التي تستخدم في قياس وتقييم أدائها .

ويغطي **الفصل السادس** دور أسواق المال في تنشيط حركة الاستثمار ، فيعرض أهم الأركان التي تقوم عليها هذه الأسواق وكذلك أدوات الاستثمار المتداولة فيها مع التركيز بشكل خاص على الدور الهام الذي يؤديه فيها الوسطاء كصانعي أسواق .
وبقصد تعميق خبرة القارئ في الجوانب التطبيقية لقرارات الاستثمار، أفرد المؤلف الفصلين السابع والثامن لتحقيق هذا الغرض . وهكذا خصص **الفصل السابع** لعرض أهم الأساليب والأدوات المستخدمة في تحليل الأسهم والسندات .
في حين خصص **الفصل الثامن** لمعالجة المشتقات المالية من حيث انواعها ومزايا ومخاطر التعامل فيها سواء لأغراض المضاربة أم لأغراض التحوط .
أما **الفصل التاسع والأخير** فقد خصص لعرض أهم الاساليب والادوات المستخدمة في المفاضلة بين البدائل المتاحة في مجال المشروعات الاستثمارية مع مراعاة توضيح أثر التضخم في تقييم الجدوى الاقتصادية لهذه المشروعات .
في الختام ، أرجو من البارئ عز وجل أن أكون قد وفقت في سعيي لتقديم ما يحقق الفائدة للقارئ أياً كان موقعه ، آملاً في الوقت نفسه أن أكون بجهدي المتواضع هذا قد ساهمت في تدعيم وإثراء المكتبة العربية.

والله ولي التوفيق ،،،

عمان - الأردن
آب - ١٩٩٨

المؤلف

الفصل الأول

المفاهيم الأساسية للاستثمار

أولاً: الأصول الاقتصادية لمفهوم الاستثمار.

ثانياً: تعريف الاستثمار.

ثالثاً: العائد والمخاطرة.

رابعاً: الاستثمار والمضاربة.

الفصل الأول
المفاهيم الأساسية للاستثمار

أولاً: الأصول الاقتصادية لمفهوم الاستثمار

يستمد الاستثمار Investment أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد، وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها: الدخل Income، والاستهلاك Consumption ، والادخار Saving ، والاقتراض Borrowing . إذ من الصعب فهم الاستثمار ما لم تحلل العلاقة التي تربطه بالمفاهيم الاقتصادية آنفة الذكر.

فدخل الفرد عن فترة زمنية محددة (شهر مثلاً) **"هو جملة عوائد خدمات عوامل الإنتاج التي يمتلكها خلال تلك الفترة ممثلة في صورة نقدية"** وهكذا إذا قلنا بأن الدخل النقدي الشهري لفرد ما يبلغ في المتوسط ٥٠٠ ديناراً شهرياً، فإننا نقصد بذلك أن جملة ما يحصله من عوائد من جميع مصادر دخله تبلغ في المتوسط ٥٠٠ ديناراً شهرياً. وما ينطبق على الفرد ينطبق على المؤسسة أو المشروع الاقتصادي.

لكن كما أن للفرد دخلاً نقدياً يحرص على زيادته واستمراريته، فإن له في الوقت نفسه رغبات واحتياجات مادية ومعنوية يسعى إلى تلبيتها بكيفية تحقق له أقصى مستوى إشباع ممكن. ذلك ما يتطلب منه استهلاك هذا الدخل كله أو جزءاً منه في شراء سلع وخدمات تحقق له المنافع المادية والمعنوية التي يقصدها. ويسعى المستهلك الرشيد عادة إلى تحقيق نوع من التوازن بين دخله النقدي لفترة زمنية محددة، واستهلاكه من السلع والخدمات خلال تلك الفترة. فإذا ما تساوى دخله مع استهلاكه تماماً، يقال عنه حينئذ أنه في حالة توازن، أما إذا لم يتساويا تماماً يكون حينئذ في حالة لا توازن.

بناء على ما تقدم وإذا رمزنا للدخل النقدي للفرد عن مدة محدودة بالرمز "د" وإلى استهلاكه خلال تلك المدة بالرمز "ك" فإنه يكون في حالة توازن متى كان (د=ك) ويكون في حالة لا توازن متى كان (د ≠ ك) . وعليه يمكن أن تنشأ

حالة اللاتوازن بالنسبة للفرد سواء عندما يكون (د > ك) أي عندما يكون دخله النقدي في فترة زمنية محددة أكبر من استهلاكه خلال تلك الفترة. ويقال عن الفرد في الحالة الأولى أنه يحقق فائضاً نقدياً في دخله، بينما يعاني في الحالة الثانية من عجز نقدي في دخله.

ونظراً لأن الأفراد يتفاوتون في دخولهم النقدية، كما أن لكل منهم نمطاً معيناً للتفضيل في استهلاك السلع والخدمات يختلف عن نمط الآخر، لذا فإن حالة التوازن النقدي عندهم هي الاستثناء، وحالة اللاتوازن النقدي هي القاعدة. وإذا ما طبقنا حديثنا عن التوازن النقدي للفرد، على المشروعات الاقتصادية والمؤسسات الحكومية فإن نقطة اللاتوازن النقدي آنفة الذكر هي نقطة البداية في شرح مفهوم الاستثمار في المجتمع ومن ثم تحليل العلاقة التي تربطه بالمفهومين الآخرين وهما: الادخار والاقتراض. وفي اعتقادنا أن شرح وتحليل هذه العلاقة يمكن أن يكونا أكثر يسراً وبساطة من خلال الإيضاح التالي:

ثلاثة أفراد ولنرمز إليهم بالأرقام ١ ، ٢ ، ٣ كانت دخولهم النقدية السنوية وهي د١ ، د٢ ، د٣ على الترتيب ٣٠٠٠، ٣٠٠٠، ٢٠٠٠ دينار، بينما كان استهلاكهم السنوي من السلع والخدمات، ك١ ، ك٢، ك٣ على الترتيب ٣٠٠٠، ٢٥٠٠، ٢٥٠٠ دينار. والمطلوب تقييم توازنهم النقدي من جهة، ومن ثم تحديد نوع المشكلة التي يواجهها كل منهم إذا أراد تحقيق هذا التوازن، وما هي الحلول المتاحة؟

لو بدأنا بالفرد الأول رقم (١) وقارنا بين دخله النقدي السنوي (د١) واستهلاكه السنوي (ك١) لوجدنا أن (د١ = ك١) . لذا يكون عند نقطة التوازن النقدي، ومن ثم ليس من مشكلة يعاني منها بهذا الخصوص. لكن لو قارنا الدخل النقدي السنوي للثاني باستهلاكه السنوي لوجدنا أن (د٢ > ك٢) ، مما يعني أنه في حالة لا توازن ومشكلته هنا تتمثل بوجود فائض نقدي لديه مقداره ٥٠٠ دينار سنوياً. أما لو قارنا الدخل النقدي السنوي للثالث (د٣) باستهلاكه لوجدنا أن (د٣ < ك٣) مما يعني أنه هو الآخر في حالة لا توازن نقدي ولكن مشكلته التي يعاني منها متمثلة في وجود عجز نقدي مقداره ٥٠٠ دينار سنوياً.

والآن لنترك الفرد الأول جانباً طالما أنه في حالة توازن كما أن ليس لديه مشكلة يعاني منها في هذا المجال، ولنحاول التركيز على المشكلتين اللتين يعاني منهما الثاني والثالث. وهما مشكلتان، وإن اختلفتا في المظهر، إلا أن مصدرهما في نهاية الأمر واحد هو نقطة اللاتوازن النقدي بالنسبة لكل منهما.

فمشكلة (الثاني) تتلخص في السؤال التالي: كيف سيتصرف بفائض دخله النقدي السنوي والبالغ ٥٠٠ دينار بكيفية تحقق له أكبر قدر من المنفعة؟

أما مشكلة (الثالث) فتتلخص هي الأخرى في السؤال التالي: كيف سيعالج عجز دخله النقدي السنوي والبالغ ٥٠٠ دينار بأقل قدر من التكلفة؟ والإجابة على السؤالين السابقين ستقودنا حتماً إلى بحث العلاقة القائمة بين مفاهيم الادخار، والاستثمار، والاقتراض.

في محاولتنا للإجابة على السؤال الأول سنجد أن الحلول المتاحة لمعالجة مشكلة الفائض النقدي الذي حققه ذلك الفرد ثلاثة: **يتمثل الحل الأول** منها في أن يعيد الفرد رقم (٢) نظره فيما يعرف في لغة الاقتصاديين بخريطة السواء Indifference Chart التي تضم منحنيات سواءه في استهلاك السلع والخدمات والتي على ضوئها يتحدد حد إشباعه منها، فإعادة النظر هذه ربما تخلق لديه حافزاً لإشباع رغبة جديدة لم تكن لديه سابقاً، أو قد ترفع حد إشباعه لرغبة ما كانت موجودة لديه. وفي أي من الحالتين، سيترتب على ذلك بروز بند جديد أو أكثر من بنود الإنفاق تستنفذ ما لديه من فائض نقدي. كأن يقوم مثلاً بشراء جهاز فيديو، أو شراء مجموعة من البدلات الإضافية... الخ.

أما الحل الثاني وهو السبيل الذي عليه أن يسلكه باعتباره مستهلكاً رشيداً، فيتمثل في أن يضحي برغبته الآنية في شراء جهاز الفيديو، أو مجموعة البدلات الإضافية، ليقوم بتحويل ما لديه من فائض نقدي إلى ادخار يؤمن له إشباع رغبة أساسية محتملة في المستقبل، ويراعي في الوقت نفسه عنصر الأمان في المحافظة على أمواله. ويمكنه تحقيق هذه المزايا إما باتباع الطرق التقليدية في الادخار والمتمثلة في حفظ هذا الفائض في محفظته أو في خزينته الخاصة، وإما باتباع الطرق الحديثة للادخار، وذلك بأن يودع هذا الفائض في بنك في صورة حساب توفير، أو وديعة تحت الطلب.

لكن **الحل الثالث** والذي يتوجب عليه اتباعه باعتباره رجل أعمال مستثمر فيتمثل في البحث عن وجه من أوجه الاستثمار المناسبة ليوظف فيه ذلك الفائض بطريقة تحقق له عائداً معقولاً يزيد من قيمة مدخراته، ويعوضه في الوقت نفسه عن التضحية التي تحملها بالكف عن إشباع رغبة آنية لديه كان سيحققها لو أنفق ما لديه من فائض (كأن يستثمر هذا الفائض مثلاً في شراء مجموعة من الأسهم أو السندات، أو يودعه لأجل بفائدة مرتفعة نسبياً بالبنك، أو بأن يقرضه لزميله رقم (٣) بفائدة محددة ولمدة محددة).

وفي محاولتنا للإجابة عن السؤال الثاني والمطروح بصدد مشكلة العجز النقدي التي يعاني منها الفرد رقم (٣)، سنجد أن أمامه سبيلين لحلها (هذا على فرض أن دخله السنوي ثابت).

ويتمثل **الحل الأول** في أن يعيد هو الآخر النظر في خريطة منحنيات سوائه، وذلك في اتجاه خفض حد الإشباع لسلعة أو خدمة يستهلكها، أو لمجموعة منها وذلك بكيفية تتيح له ضغط إنفاقه عليها بما يساوي مبلغ ٥٠٠ دينار سنوياً. وسيتوقف مدى نجاحه في هذا الحل على مدى مرونة منحنيات سوائه.

وإذا لم يوفق في الحل الأول خصوصاً متى كان يتطلب منه التضحية بإشباع حاجات أساسية لا يمكنه الاستغناء عنها، فعله أن يلجأ حينئذ إلى الحل **الثاني** والمتمثل بالاقتراض. وسبيل الاقتراض هو الآخر يفرض عليه مراعاة مجموعة من الاعتبارات التي تضمن له الحصول على المبلغ الذي يريده لسد عجزه النقدي وهو ٥٠٠ دينار بأقل تكلفة ممكنة، وبأكبر هامش من الأمان، مما يفرض عليه الموازنة بين مجموعة من العوامل أهمها: سعر الفائدة Interest Rate والمخاطرة Risk وموعد الاستحقاق Maturity والسيولة Liquidity وعليه بعد ذلك أن يبحث من بين مصادر التمويل المتاحة عن مصدر التمويل المناسب للحصول على القرض المطلوب إما من بنك تجاري مثلاً، أو من مؤسسة مالية للاقراض، أو بأن يلجأ إلى زميله رقم (٢) إذا تلاقت مصالحهما في أن يحصل أحدهما على القرض الذي يطلبه لسد عجزه النقدي من المدخرات

المتاحة لدى الآخر وبذلك يحر كل منهما مشكلته ليصبح أحدهما مستثمراً والآخر مقترضاً.

لكن بافتراض أن الفردين (٢ ، ٣) لا يعرف كل منهما الآخر وهذا ما يحدث في معظم الأحيان، فكيف السبيل لإيصال الفائض النقدي المتوفر لدى أحدهما لسد العجز النقدي الذي يعاني من الآخر ...؟

في مثل هذه الأحوال يوفر الجهاز المصرفي الآلية المناسبة لتحقيق هذا الهدف، فالبنوك التجارية باعتبارها مستودعاً لودائع الأفراد الفائضة، تلعب دور **الوسيط** الذي يتولى مهمة إيصال الفوائض النقدية إلى من هم بحاجة إليها عن طريق عملية الإقراض Lending ، إذ أن دور البنك في مثل هذه الظروف يتمثل في تحويل وديعة الفرد رقم (٢)، إلى قرض مصرفي يمنحه للفرد رقم (٣). وبذلك تتضح العلاقة الوثيقة التي تربط بين عمليتي الاستثمار والاقتراض عندما يظهران في حقيقة الأمر وكأنهما وجهان لعملة واحدة .

ثانياً: تعريف الاستثمار

تعتبر فوائض الدخول النقدية سواء لدى الأفراد، أو المؤسسات، أو المنشآت الأهلية والحكومية، بمثابة المصدر الأساسي للاستثمار. ذلك لأن كل من يدخر مالاً يزيد عن حاجاته الاستهلاكية يعتبر مستثمراً محتملاً، ونقول محتملاً وليس مؤكداً لأنه ليس بالضرورة أن يستثمر كل ما لديه من فوائض نقدية، بل ربما يحولها إلى مجرد مدخرات أو إلى استثمارات غير فعلية. ويمكن التمييز بين الاستثمار والادخار على النحو التالي: **"يعتبر الادخار مجرد استهلاك مؤجل يتخلى به الفرد أو الجماعة عن إشباع رغبة استهلاكية حاضرة بقصد تأمين الأموال اللازمة لإشباع رغبة استهلاكية محتملة في المستقبل، وذلك بدون استعداد لتحمل أدنى درجة من المخاطرة"**. لذا ما دام المدخر ينشد الأمان المطلق لمدخراته فعليه بالمقابل أن لا يطمح إلى زيادة قيمة هذه المدخرات.

"أما الاستثمار فيقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة (وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للمدخر). وذلك أملاً في

الحصول على إشباع أكبر في المستقبل". لذا مــــا دام المســــتثمر يقبــل بمبـ التضحية برغبته استهلاكية الحاضرة، يكون مستعداً لتحمل درجة معينــــة مـ المخاطرة بفقدانها كلها أو بعضاً منها، وبناء عليه يكون من حقه أيضاً أن يتوقـ الحصول على مكافأة أو عائد ثمناً لمخاطرته. لكن من وجهــة عامــة لا يكفـ مجرد توفير فوائض نقدية من دخول الأفراد أو المنشآت والمؤسسات لكي تنشـ حركة الاستثمار، بل لا بد من أن يرافق ذلك توفر مجموعة أخرى من العوامـ التي تخلق الدافع لدى من لديهم هذه الفوائض لتحويلها إلى اســـتثمارات، وهـ يتطلب ما يلي:

١ - توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى المواطنين لأنــــه بوجـ مثل هذا الوعي، يتولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلـــهم يُقدّرو المزايا الكثيرة المترتبة على توظيف مدخراتهم في شراء أصول منتجـ وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق بنكنوت تتناقص قيمتها الشـــرائـ مع الزمن بفعل عوامل التضخم. كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لد المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول مـ مخاطرة الأعمال سعياً وراء الحصول على عوائـــد تزيـــد مـــن قيـ مدخراتهم.

٢ - وبجانب الوعي الاستثماري المشار إليه أعلاه، لا بد من توفــير المنـ الاجتماعي والسياسي المناسب للاستثمار، وذلك لتوفير حد أدنـــى مـ الأمان يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار. ولعـ من أبرز مظاهر هذا المنـــاخ وجـــود قوانيـــن مقننـــة تحمـــي حقـ المستثمرين، وتنظم المعاملات في الأسواق المالية بالإضافة إلى جو الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي يبعث الطمأنينة في نفـ المواطنين ويخلق لديهم دوافع الادخار والاستثمار.

٣ - وجود سوق مالي كفؤ وفعال يوفر المكان والزمان المناسبين للجمع بـ رغبة المدخرين في استثمار أموالهم، ورغبة المقترضين في الحصـ على هذه الموال. سوق يوفر للمستثمرين تشكيلة منوعـــة مـــن فرـ الاستثمار تهيء لكل منهم اختيار المجال المناســــب مـــن حيـث الأ

والتكلفة والمخاطرة. ويكتسب السوق المالي سمة الكفاءة بتوفر مجموعـة من الشروط أهمها: العمق، والاتساع، والديناميكية وسرعة الاســـتجابة **Resiliency** للأحداث. وسنبحث هذه الشروط تفصيـــلاً فـــي فصـــل لاحق. إلا أن هناك حداً أدنى من الشروط لا بد من توفرها في أي سوق مالي كالمكان والتسهيلات المناسبة، وقنوات الاتصال النشطة بالإضافـــة إلى مجموعة من القوانين المالية المنظمة للمعاملات التي تتم فيه.

ضمن المعطيات السابقة يمكن تعريف الاستثمار بشكل مبسّط على النحو التالي:

"يقصد بالاستثمار التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقـــها مـــن إشـــباع استهلاك حالي، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقـــها من إشباع استهلاك مستقبلي".

كما يمكن تعريف الاستثمار بطريقة أخرى على النحو التالي:

"يقصد بالاستثمار، التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظـــة زمنيـــة معيّنة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوّضــــه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع فـــي قيمتـــها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصـــر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات".

ثالثاً: العائد والمخاطرة

العائد على الاستثمار، ومخاطرة الاستثمار مفهومان مترابطان لا يمكـــن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر. **"فالعـــائد علـــى الاســـتثمار Return on Investment هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليـــه فـــي المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار. أو بمعنـــى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يُمنّي المستثمر نفسه بـــالحصول**

عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل".

"أما المخاطرة Risk، فتنشأ عن ظاهرة حالة عدم التأكد Uncertainty المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار". ذلك لأن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره. ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة ١٠٠%. ومتى انخفض احتمال تحق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة ١٠٠% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها ارتفاعاً كلما انخفضت احتمالات تحقق هذه التدفقات والعكس بالعكس.

ويرتبط عنصرا العائد والمخاطرة معاً في علاقة طردية. بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد أعلى على استثماراته، عليه أن يعد نفسه لتحمل درجات أعلى من المخاطرة والعكس بالعكس. وعلى هذا الأساس، يوجد ارتباط بين طبيعة المستثمر ودرجات المخاطرة التي يكون على استعداد لتحملها في قراراته الاستثمارية. فالمستثمر المتحفظ يقنع عادة بالحصول على عائد متواضع على استثماراته مقابل خفض المخاطر المحيطة بهذه الاستثمارات بينما يتوجه المستثمر المضارب لمجالات استثمار على درجة عالية من المخاطرة سعياً وراء عائد مرتفع على استثماراته.

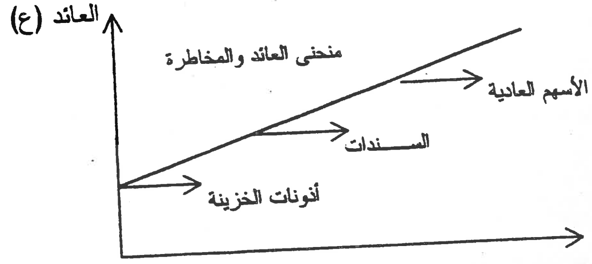
من جانب آخر، توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والبُعد الزمني للاستثمار. فكلما طالت الفترة الزمنية لتحقق التدفقات النقدية التي توفرها الاستثمار، تزداد درجة المخاطرة والعكس صحيح. ذلك على أساس أن احتمال تحقق التدفقات النقدية ينخفض بطول الفترة الزمنية ويرتفع بانخفاضها.

ولشرح العلاقة بين المخاطرة والعائد، دعنا نضرب مثلاً لثلاثة أنواع من الأوراق المالية:

الأولى: أذونات خزينة صادرة عن البنك المركزي، والثانية سند صادر عن شركة مساهمة عامة، أما الثالثة فتتمثل بسهم عادي لشركة مساهمة عامة أيضاً.

في مثل هذه الحالة يتعرض المستثمر في هذه الأدوات لدرجات مختلفة من المخاطرة يرتبط مستوى كل منها بمعدل العائد الذي يتوقعه من كل أداة من أدوات الاستثمار الثلاث كما يتضح في الشكل التالي رقم (١-١).

علاقة العائد والمخاطرة



شكل رقم (١-١)

فمن الشكل أعلاه، يتضح بأن المستثمر في أذونات الخزينة لا يتعرض للمخاطرة على أساس أنها أي الأذونات، مضمونة من الدولة. لذا عليه أن يتوقع عائداً منخفضاً على الاستثمار فيها. وذلك بعكس المستثمر في الأسهم العادية فهو يتعرض لمخاطر مرتفعة لذا يتوقع الحصول على معدل عائد مرتفع على الاستثمار يغريه على تحمل هذه المخاطر. أما المستثمر في السند الصادر عن شركة مساهمة فهو يتحمل درجة مخاطرة بمستوى أكبر من المستثمر في أذونات الخزينة، ولكن أقل من المستثمر في الأسهم العادية على اساس أن درجة الأمان التي يتمتع بها أعلى من درجة الأمان التي يتمتع فيها حامل السهم، وأقل من درجة الأمان التي يتمتع بها حامل أذن الخزينة. ولذا فإن العائد المتوقع من استثماره سيقع في مركز وسط بين الاثنين.

وقد عالج Markowits العلاقة بين العائد والمخاطرة في نظرية المحفظة Portfolio Theory التي تنسب إليه. وقد بنى هذه النظرية على عدة فروض من أهمها فرض المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار Marginal Utility of Return on Investment . وقد استمد هذا الفرض من نظرية المنفعة Utility Theory . وينص هذا الفرض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة Utility Curve معين يوضح ميله وسلوكه تجاه عائد الاستثمار، ومن ثم تجاه مخاطرة الاستثمار.

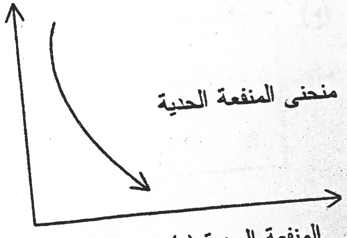
وحسب نظرة المستثمر تجاه عنصري العائد والمخاطرة، يمكن تصنيف المستثمرين في ثلاثة أنماط على النحو التالي:

١ - **النمط الأول:** ممثلاً بالمستثمر الذي من حيث عنصر العائد ينطبق عليه قانون تناقص المنفعة الحدية للاستثمار. بمعنى أن المستثمر من هذا النمط يحقق منفعة حدية متناقصة من العائد كلما زاد دخله المحقق من الاستثمار. لذا يمكن تمثيل العلاقة بين عنصر العائد على الاستثمار (ع) من جهة والمنفعة الحدية (م) المحققة منه من جهة أخرى بالشكل رقم (١-١). ومدلول تلك العلاقة وهي علاقة عكسية كما يوضحها الشكل بأنه أي المستثمر من هذا النمط وإن كان سيسعد بالطبع إذا ارتفع العائد المحقق الاستثمار من ٥% إلى ٢٠% مثلاً، إلا أن ذلك لا يعني أن سعادته ستتضاعف ٤ مرات. ذلك لأن المنفعة أو الإشباع الذي يحققه من الدينار الثاني من دخله المحقق من الاستثمار تكون عادة أقل من المنفعة أو الاشباع المحقق من الدينار الأول ولكن أكبر من المنفعة أو الاشباع المحقق من الدينار الثالث وهكذا تتمثل العلاقة بين العائد على الاستثمار والمنفعة الحدية المحققة منه بمنحنى هابط من اليسار إلى اليمين كما يتضح من الشكل رقم (١-٢).

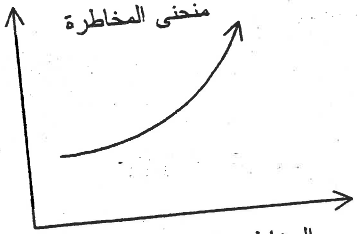
أما بالنسبة لعنصر المخاطرة فينطبق على هذا النمط من المستثمرين قانون تزايد المخاطرة، بمعنى أن المستثمر من هذا النمط ينظر لعنصر المخاطرة المصاحبة للاستثمار في نطاق العلاقة الطردية بين عنصري العائد (ع) والمخاطرة (خ). هذا يعني بأن هذا النمط يكون متحفظاً تجاه

عنصر المخاطرة Risk Averter لدرجة أن إغراءه لقبول المزيد من المخاطرة، مرهون بتوقعاته في الحصول على عائد أعلى ولكن مع مراعاة أن حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متزايدة وهكذا يتخذ المنحنى الممثل للعلاقة بينهما مساراً صاعداً من اليسار إلى اليمين كما يظهر في الشكل رقم (١-٣).

النمط الاول



شكل رقم (١-٢)



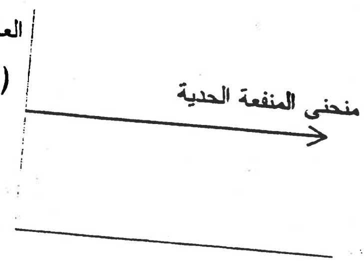
شكل رقم (١-٣)

٢ - **أما بالنسبة للنمط الثاني:** فينطبق عليه من حيث المنفعة الحدية المحققة من الاستثمار قانون ثبات المنفعة الحدية للاستثمار. بمعنى أن العلاقة بين العائد على الاستثمار والمنفعة الحدية المحققة منه تكون بالنسبة لهذا النمط ثابتة ويمكن تمثيلها بخط مستقيم كما يوضح الشكل رقم (١-٤). ومدلول ذلك هو أن المنفعة الحدية أو الاشباع المحقق يكون بالنسبة لهذا النمط ثابتاً بغض النظر عن مستوى الدخل الذي يحققه من الاستثمار. أي أن ما يحصل عليه من اشباع من الدينار الأول يساوي تماماً ما يحصل عليه من الدينار الثاني ومن الدينار الثالث ... الخ. كذلك وبالمثل فإن سلوك هذا النمط من المستثمرين تجاه عنصر المخاطرة يتسم بالجمود. أي أن مستوى المخاطرة التي يكون مستعداً لتحملها لا يتغير أياً كان معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. ولذا يتخذ المنحنى الممثل للعلاقة بين العائد (ع) والمخاطرة (خ) شكل خط مستقيم موازٍ للمحور معبراً بذلك عن علاقة ثابتة بينهما كما يظهر في

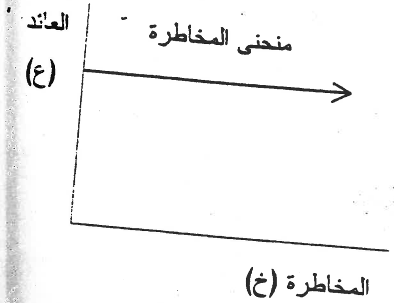
المخاطرة محايداً Risk Neutral.

الشكل رقم (١-٥) مما يجعل هذا النمط من المستثمرين تجاه عنصر

(النمط الثاني)



شكل رقم (١-٤)



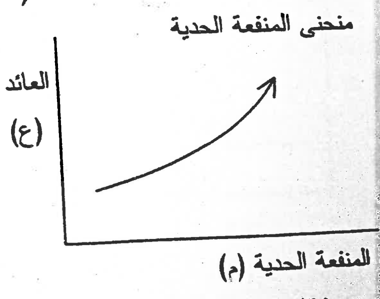
شكل رقم (١-٥)

٣ - أما سلوك النمط الثالث تجاه عنصري العائد والمخاطرة فهو معاكس تماماً لسلوك النمط الأول. يظهر ذلك من خلال نظرة المستثمر من هذا النمط تجاه المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار وكذلك تجاه المخاطرة المصاحبة للاستثمار.

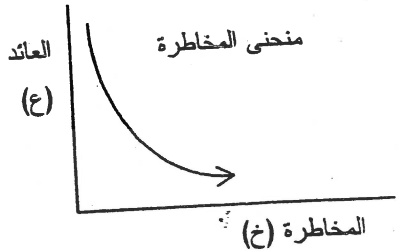
من حيث المنفعة الحدية (م) ينطبق عليه قانون تزايد المنفعة الحدية للاستثمار. مما يعني أن المستثمر من هذا النمط يحقق منفعة حدية متزايدة بارتفاع معدل العائد. أي أن الاشباع الذي يحققه من الدينار الثاني من الدخل المحقق من الاستثمار يفوق ذلك المحقق من الدينار الأول في حين يقل عن ذلك المحقق من الدينار الثالث وهكذا. لذا تبدو العلاقة بين العائد (ع) والمنفعة الحدية (م) بالنسبة لهذا النمط بمنحنى صاعد من اليسار إلى اليمين معبراً عن علاقة طردية بينهما وذلك كما يوضح الشكل رقم (١-٦).

أما العلاقة القائمة بين العائد (ع) ودرجة المخاطرة (خ) بالنسبة لهذا النمط، فهي علاقة عكسية. بمعنى أن المستثمر يبدي اهتماماً متناقصاً تجاه عنصر المخاطرة كلما توقع عائداً أعلى على الاستثمار. من هنا يكون المنحنى الممثل للعلاقة بين معدل العائد على الاستثمار (ع) والمخاطرة (خ) هابطاً من اليسار إلى اليمين كما يظهر في الشكل رقم (١-٧). ويطلق على هذا النمط من المستثمرين مصطلح عاشق المخاطرة Risk Lover.

(النمط الثالث)



شكل رقم (١-٦)



شكل رقم (١-٧)

التنبؤ بالعائد المتوقع على الاستثمار وبدرجة المخاطرة:

قبل اتخاذ أي قرار استثماري، من الطبيعي أن يربط المستثمر قراره هذا بمقدار العائد المتوقع أو المرجح على الاستثمار وبدرجة المخاطرة المصاحبة للأداة الاستثمارية التي يسعى إلى حيازتها.

ويقصد بالتنبؤ بالعائد المتوقع على الاستثمار، تقدير العائد المرجح Weighted Return من الاستثمار سواء كان ممثلاً في أداة استثمارية واحدة، أو في محفظة استثمارية، مع تقدير درجة احتمال تحقق هذا العائد. هذا وبتقدير درجة احتمال تحقق العائد على الاستثمار، يمكن بالتالي تقدير درجة مخاطرة الاستثمار، لأن درجة مخاطرة الاستثمار تقاس باحتمال عدم تحقق العائد المتوقع منه، وعليه فإن قولنا بأن معدل العائد المتوقع على الاستثمار من أداة استثمارية

معينة هو ١٢% وبدرجة احتمال ٨٠%، يرادف تقريباً قولنا بأن معـــدل العا[...]
المتوقع منها ١٢% وبدرجة مخاطرة ٢٠%.

ومن الأساليب الإحصائية المفيدة في التنبؤ بكل من معدل العـــائد علـ[...]
الاستثمار، وبدرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار ما يعرف بأســـلوب التبا[...]
Variance وكذلك أسلوب الانحراف المعيـــاري Standard Deviation
فيقدر معدل العائد المرجح على الاستثمار من أداة معينة مـــن أدوات الاستـ[...]
بالمعادلة التالية:

$$\text{ع}^* = \sum_{\text{ر}=1}^{\text{ن}} \text{ع}_{\text{ر}} \, \text{ح}_{\text{ر}}$$

وذلك حيث:

ع^* = المعدل المرجح للعائد على الاستثمار.

ن = عدد الحالات المتمثلة لاحتمالات تحقق العائد.

ر = ترتيب البنود، حيث ر = (١، ٢، ٣، .... ن).

$\text{ع}_{\text{ر}}$ = معدل العائد على الاستثمار المتوقع تحت درجة احتمال مـ[...]

$\text{ح}_{\text{ر}}$ = درجة احتمال تحقيق معدل العائد على الاستثمار.

كما تقاس المخاطرة المرجحة للاستثمار بالمعادلة التالية:

$$\text{خ}^* = \sqrt{\sum_{\text{ر}=1}^{\text{ن}} \text{ح}_{\text{ر}} \, (\text{ع}_{\text{ر}} - \text{ع}^*)^2}$$

مثال:

لنفرض أن مستثمراً أمامه مجالان استثماريان لاستثمار مـا لد[...]
مدخرات، أحدهما يتمثل بشراء مجموعة من الأسهم العادية للشركات ا[...]

الأردنية، والآخر يتمثل بشراء عقار، فكيف يختار بين البديلـــن الاستثماريين وذلك على هدي المعلومات التالية المتوفرة له حول التوزيع الاحتمالي العائد مـــن كل منهما والممثل بالجدول رقم (١-١)؟

جدول رقم (١-١)

التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع على الاستثمار من كل من الأسهم والعقار

ح	ع_1 (للأسهم)	ع_2 (للعقار)
٠,٥٠	٠,١٥	٠,١٠
٠,٣٠	٠,١٠	٠,٠٨
٠,٢٠	(٠,٠٥)	٠,٠٥
١,٠		

جدول رقم (١-٢)

معدل العائد المرجح على الاستثمار المتوقع من كل من الأسهم والعقار

ح	ع_1 (للأسهم)	ح ع_1	ع_2 (للعقار)	ح ع_2
٠,٥٠	٠,١٥	٠,٠٧٥	٠,١٠	٠,٠٥
٠,٣٠	٠,١٠	٠,٠٣	٠,٠٨	٠,٠٢٤
٠,٢٠	(٠,٠٥)	(٠,٠١)	٠,٠٥	٠,٠١
١,٠٠		٠,٠٩٥		٠,٠٨٤

∴ معدل العائد المرجح على الاستثمار المتوقع من الأسهم.

$\text{ع}^*_1 = \sum \text{ح ع}_1$ = ٠,٠٩٥ = ٩,٥%

ومعدل العائد المرجح على الاستثمار المتوقع من العقار.

$\text{ع}^*_2 = \sum \text{ح ع}_2$ = ٠,٠٨٤ = ٨,٤%

جدول رقم (١-٣)

المخاطرة المرجحة للاستثمار في الأسهم

ح	$ع_1$	$ع^*$	$(ع_1 - ع^*_1)^2$	$ح(ع_1-ع^*_1)^2$
٠,٥٠	٠,١٥	٠,٠٩٥	٠,٠٠٣٠٢٥	٠,٠٠١٥١٢٥
٠,٣٠	٠,١٠	٠,٠٩٥	٠,٠٠٠٠٢٥	٠,٠٠٠٠٠٧٥
٠,٢٠	(٠,٠٥)	٠,٠٩٥	٠,٠٢١٠٢٥	٠,٠٠٤٢٠٥
				٠,٠٠٥٧٢

∴ المخاطرة المرجحة للاستثمار في الأسهم

$$خ^*_1 = \sqrt{ح(ع_1 - ع^*_1)^2} = \sqrt{٠,٠٠٥٧٢}$$

= ٠,٠٧٥ = ٧,٥% تقريباً.

جدول رقم (١-٤)

المخاطرة المرجحة للاستثمار في العقار

ح	$ع_2$	$ع^*_2$	$(ع_2 - ع^*_2)^2$	$ح(ع_2-ع^*_2)^2$
٠,٥٠	٠,١٠	٠,٠٨٤	٠,٠٠٠٢٥٦	٠,٠٠٠١٢٨
٠,٣٠	٠,٠٨	٠,٠٨٤	٠,٠٠٠٠١٦	٠,٠٠٠٠٠٤٨
٠,٢٠	٠,٠٥	٠,٠٨٤	٠,٠٠١١٥٦	٠,٠٠٠٢٣١٢
				٠,٠٠٠٣٦٤

$$خ^*_2 = \sqrt{ح(ع_2 - ع^*_2)^2} = \sqrt{٠,٠٠٠٣٦٤}$$

= ٠,٠١٩ = ١,٩% تقريباً.

ما سبق يؤكد وجود معامل ارتباط موجب بين معدل العائد على الاستثمار، ومخاطرة الاستثمار، أما اختيار المستثمر بين الأداتين الاستثماريتين فيتوقف على نمطه الاستثماري، فإذا كان يعطي الأولوية للعائد على الاستثمار، عليه حينئذ استثمار مدخراته في الأسهم. أما إذا كان يعطي الأولوية لعامل الأمان فعليه حينئذ استثمار مدخراته في العقار. هذا ويوجد أمامه خيار ثالث يستخدم فيه مبدأ التنويع بتكوين محفظة استثمارية من الأداتين معاً أي من الأسهم والعقار وحينئذ يكون العائد على الاستثمار المتوقع منها بين ٨,٤% و ٩,٥% ، كما أن مخاطرة المحفظة المتوقعة ستكون بين ٠,١٩ ، ٠,٠٧٥ أو ١,٩ % ، ٧,٥%.

رابعاً : الاستثمار والمضاربة

يتردد مصطلح المضاربة Speculation كثيراً في عالم المستثمرين خصوصاً بين المتعاملين منهم في سوق الأوراق المالية. ويزداد استخدامه في المواسم التي تشهد فيها تلك الأسواق حركة تداول نشطة، أو عندما تزداد تقلبات أسعار الأوراق المالية. وإذا كان صحيحاً القول بأن الاستثمار والمضاربة مفهومان متداخلان، فإنه لا يمكن القول بأنهما مفهومان مترادفان، لأن الفروق بينهما قائمة ولكنها دقيقة بدرجة يصعب تمييزها في معظم الأحيان. من هنا يستخدم الباحثون مصطلحاً ثالثاً هو المقامرة Gamblingكمعيار للتمييز بين مفهومي المضاربة والاستثمار، فتعرف المقامرة: "بأنها مراهنة على دخل غير مؤكد"، وهذا التعريف يعني أنه عندما تتوفر لدى المستثمر رغبة غير محدودة في تحمل المخاطرة سعياً وراء الربح، فإنه يتحول عندئذ إلى مقامر. وهذا هو حال من يوظف أمواله في المراهنة في ميادين سباق الخيل مثلاً. فهذه المراهنة وإذا ما تناسينا اعتبار عدم مشروعيتها يمكن للبعض أن يعتبرها ضرباً من ضروب الاستثمار بحجة أن المراهن فيها يضحي بنقوده أملاً في الحصول على عائد محتمل يعوضه عن تلك التضحية يتخذ شكل الجائزة. لكن إذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن درجة المخاطرة التي يقبل المراهن تحملها تكون عادة عالية

جداً أو حتى غير محدودة، فإن ذلك يكفي لإخراجه من دائرة المستثمرين الـ
دائرة المقامرين.

وإذا كانت المضاربة هي الاخرى تتطلب استعداد المستثمر لتحمل درجة عالية من مخاطرة الاعمال املاً في الحصول على عائد مرتفع يتمثل غالباً فـ صورة أرباح رأسمالية تنتج عن التقلبات المتوقعة في الأسعار السوقية للأوراق المالية، فإن الاستثمار الفعلي يتطلب فقط استعداده لتحمل درجة معقولة من هـ المخاطرة أملاً في الحصول على عائد معقول يتمثل غالباً في صورة أربا إيرادية هي عائد السهم أو كوبون السند. أما الأرباح الرأسمالية المتوقع تحقيق من تقلبات الاسعار السوقية للاوراق المالية فتأتي بالنسبة للمستثمر العادي فـ الدرجة الثانية.

قياساً على ما سبق لو استخدمنا المقامرة معياراً للتفرقة بين الاستثـ والمضاربة، لاحتلت المضاربة مركزاً وسطاً بين المقامرة والاستثمار. وهـ يعني أن المضارب Speculator هو مستثمر، ولكن قبوله لتحمل المخا يتعدى الحدود المعقولة للاستثمار ليدخل في نطاق المقامرة. ولكن مع ذلـ يمكن اعتباره مقامراً لانه إذا كان مضاربا محترفا فسيبني معاملاته على تنبـ محسوبة، بعكس المقامر الذي يبني رهانه في سباق الخيل على مجرد ضر حظ. ومن أوضح الامثلة على المضاربة ما يحدث في سوق الاوراق المالـ تحت ما يعرف بالعقود المستقبلية. لأن المتعاملين بها يقصدون جني أر سريعة يتوقعونها من ارتفاع حاد محتمل في أسعارها السوقية متحملين درجة عالية جداً من المخاطرة قد تقلب الأرباح الطائلة التي كانوا يتوقعونها خسائر فادحة إذا لم تتوفر السيولة الكافية لاستمرارية تمويل هذه الصفقات جانب آخر لو قام فرد بشراء صفقة من أسهم شركة مساهمة بقصد الا بهذه الأسهم في محفظة أوراقه المالية لمدة زمنية طويلة نسبياً، وذلك سعياً الاستفادة من اربحاها المرتفعة التي يتوقع توزيعها في نهاية السنة المالية على معلومات استخلصها من اطلاعه على القوائم المالية المنشورة لهذه الشـ فهو في هذه الحالة مستثمر فعلي. لأنه وإن شارك المضارب في استعداده

قدر من مخاطرة الأعمال، إلا أنه بنى حساباته على قدر معقول من المخاطرة وبناء على تنبؤات أكثر حذراً وتحفظاً من تلك التي بنى المضارب عليها حساباته. هذا عدا أن المستثمر الفعلي أو العادي وإن كان لا يهمل احتمالات حصوله على أرباح رأسمالية بجانب الأرباح الايرادية عند اتخاذ قراره الاستثماري، إلا أن الأرباح الرأسمالية لم تكن على رأس أولوياته كما هي بالنسبة للمضارب بل تأتي في المرتبة الثانية.

ومن الفروقات الأخرى التي تميز المضاربة عن الاستثمار، ما يعرف **بفترة الاحتفاظ بأداة الاستثمار** Holding Period ، وهي الفترة التي تمتد بين تاريخ حيازة أو اقتناء الأداة وتاريخ بيعها. ففي أغلب الأحيان تكون هذه الفترة بالنسبة للمضارب قصيرة جداً، في حين تطول نسبياً بالنسبة للمستثمر.

ومن الباحثين من يستخدم مدخلاً آخر للتمييز بين المضاربة والاستثمار ويقوم هذا المدخل على ما يعرف **بفرضية السوق المالي الكفؤ** Efficient Money Market Hypothesis . وتنص هذه الفرضية على أنه إذا كان السوق المالي كفؤاً فإن قنوات اتصاله ستوفر لجميع المتعاملين فرصاً متكافئة للحصول على المعلومات المالية، وعليه فإن فرص احتكار المعلومات فيه تكاد تكون معدومة مما يقلل الفرص المتاحة فيه لجني أرباح استثنائية. أما إن وجدت مثل هذه الفرص النادرة فهي تكون من نصيب فئة محدودة جداً ممن يتمتعون بقدرات شخصية مميزة في تحليل المعلومات المالية، أو ممن يستعينون بمستشارين من المحللين الماليين على درجة عالية من الكفاءة. وهكذا يشعر الفرد من هذه القلة وهو المضارب بأنه قد أخذ قصب السبق في التنبؤ بمعلومات لم تتوفر لغيره من المتعاملين في السوق وذلك عن حركة محتملة ومفاجئة سواء بالصعود أو بالهبوط في أسعار الأوراق المالية. فيبادر باقتناص الفرصة السانحة لجني أرباح استثنائية عن طريق بيع جميع ما لديه من أوراق مالية وبسعر أقل من سعرها السوقي السائد وذلك إذا ما توقع هبوطاً حاداً محتملاً في هذا السعر. أو بشراء صفقات كبيرة من أوراق مالية وبسعر أعلى من سعرها السائد، وذلك إذا ما كانت توقعاته ارتفاعا حادا محتملا في هذا السعر.

على ضوء ما سبق يمكن تلخيص الفــروق الرئيســية بيــن الاســتثمار والمضاربة فيما يلي:

١ - يختلف المستثمر والمضارب في تقييم كل منهما للفترة الزمنيــة لعمليـ الاستثمار أو ما يعرف بــالأفق الزمنــي للاســتثمار. إذ بينمــا يركـ المضارب على الاستثمار في الأجل القصير لتحقيق أكــبر قــدر مـ الأرباح الرأسمالية وفي أقصر فترة زمنية ممكنــــة، يركــز المستثـ العادي على الاستثمار في الأجل الطويل ويهتم بتحقيق أكبر عائد سنو من الاستثمار ولأطول مدة ممكنة.

٢ - يترتب على ما سبق أن المضارب يبني قراراته الاستثمارية غالباً علـ ما يعرف باستراتيجية التركيز على موعد الاستحقاق، في حيــن يبنـ المستثمر العادي تلك القرارات على ما يعرف باستراتيجية التركيز علـ العائد. وهكذا بينما يعتمد المستثمر العادي على مؤشر المردود أو الر Yield Index في تقييم أحوال السوق المالي، يعتمد المضارب علـ مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند uration Index والذي يشتق بالنسبة للسند مثلاً بمعادلة متغيراها الكوبون، وطول فـ الاستحقاق. وبناء على مؤشر متوسط العمر هذا يبني المضارب تنبؤ بالتقلبات المحتملة في أسعار السندات.

٣ - أما الفرق الرئيسي والأخير والذي هو بمثابة الأصل للفروق السابقة استعداد المضارب لتحمل درجات عالية من المخاطرة تفوق كثيراً التي يقبلها المستثمر العادي.

أسئلة وتطبيقات الفصل الأول

١ - عرف المصطلحات التالية:
دخل الفرد ، مدخرات الفرد ، استهلاك الفرد ، العائد على الاســتثمار ، مخاطرة الاستثمار.

٢ - لماذا يستثمر الأفراد والمؤسسات مدخراتهم؟

٣ - متى يكون الفرد في حالة توازن؟

٤ - أربط المتغير (د) الدخل النقدي للفرد ، مع المتغير (ك) استهلاك الفــرد من السلع والخدمات في مجموعة من العلاقات تبين بالنسبة لهذا الفــرد الحالات التالية:

أ - حالة التوازن.

ب - حالة اللاتوازن.

جـ - حالة الادخار.

د - حالة الاقتراض.

- ماذا يقصد بالنمط الاستهلاكي للفرد ، وكيف يؤثر هذا النمط في عمليــة الاستثمار ؟

- الاستثمار ، والمضاربة ، والمقامرة مفاهيم متداخلة مع أنــها مختلفــة ، اشرح بعض المعايير المستخدمة للتمييز فيما بينها.

- ما السبب الرئيسي لنشوء مخــاطرة الاســتثمار ، ومتــى تنتفــي هــذه المخاطرة؟

- ما نوع العلاقة القائمة بين مخاطرة الاستثمار من جهــة والعــائد علــى الاستثمار من جهة أخرى؟

- ماذا يقصد بالبعد الزمني لأداة الاستثمار؟ وما العلاقة بيــن هــذا البعــد والمخاطرة ؟

- ما العلاقة التي تربط المنفعة الحدية للعائد للاستثمار بكل من المخــاطرة على الاستثمار ، ودرجة الأمان التي يرغب بها المستثمر؟

- ماذا يقصد بالعائد المرجح على الاستثمار المتوقع من محفظة استثمارية؟

١٢ - إذا زاد عدد أدوات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية ، هل تنخفض أم ترتفع مخاطرتها المرجحة ؟ علل إجابتك.

١٣ - ماذا يقصد بفرضية السوق المالي الكفؤ ؟

١٤ - عدد الفروق الرئيسية بين المستثمر الرشيد والمضارب.

١٥ - تتوفر أمامك فرصتان لاستثمار مدخراتك المحدودة . وفيما يلي بيانات عن التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع على الاستثمار في كل منهما (ع١ ، ع٢) :

ح	ع١	ع٢
٠,٥٠	٠,١٥	٠,٢٠
٠,٤٠	٠,٢٥	٠,٣٠
٠,١٠	٠,٠٨	(٠,١٥)

المطلوب:

حدد العائد المرجح (ع*) ، والمخاطرة المرجحة (خ*) لكل منهما.

الفصل الثاني

المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

أولاً : أنواع القرارات الاستثمارية

١ - قرار الشراء.
٢ - قرار عدم التداول.
٣ - قرار البيع.

ثانياً : المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

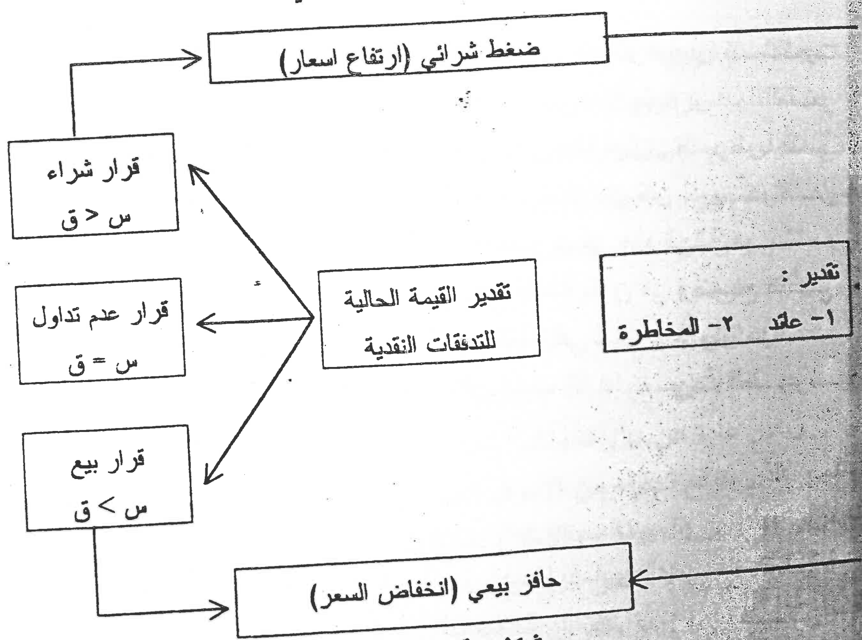
١ - الاستراتيجية الملائمة للاستثمار.
٢ - الأسس والمبادىء العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري.

الفصل الثاني
المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

أولاً : أنواع القرارات الاستثمارية

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار ، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الاداة الاستثمارية، وقيمتها من وجهة نظره. ضمن هذا الإطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع كما هو موضح في الشكل التالي:

نموذج القرار الاستثماري



شكل رقم (٢-١)

وفقاً للنموذج الموضح أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحداً من ثلاثة قرارات حسب ظروفه وظروف السوق.

١ - قرار الشراء

يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي. أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الاستثمارية (ق) أي (س < ق). مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلاً.

يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

٢ - قرار عدم التداول

يترتب على الحالة السابقة والناتجة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي (س) مع القيمة (ق). وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضاً التوقف عن البيع. فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول حيث (س = ق). لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضاً ولو مؤقتاً المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلاّ إذا تغيرت الظروف السائدة.

٣ - قرار البيع

بعد حالة التوازن التي تمر في السوق، عندما يتساوى السعر مع القيمة، تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذجه الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن (س) في تلك اللحظة ما زال أقل من (ق) مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة يزيد عن (ق). وهكذا يرتفع السعر عن القيمة (س > ق) مولداً بالتالي حافزاً لدى غيره للبيع. فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع.

ذلك يخلق ظرفاً جديداً ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

ثانيا: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية هي:

١ - تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار.

٢ - الاسترشاد بالأسس والمبادىء العلمية لاتخاذ القرار.

٣ - مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

- الاستراتيجية الملائمة للاستثمار

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية. وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري Investor Preference Curve والذي يختلف بالنسبة لدى مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية الثلاثة التالية:

أ - الربحية Profitability.

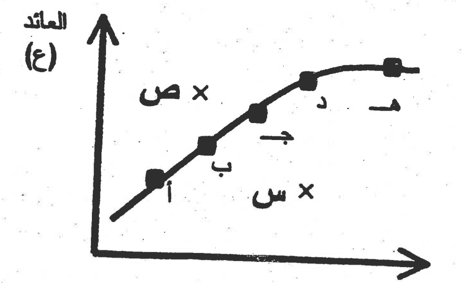
ب - السيولة Liquidity .

جـ - الأمان Safety .

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة ، والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما ، هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة Trade - Off بين العائد الذي يتوقعه

من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى وذلك كما يتضح في الشكل التالي رقم (٢-٢).

منحنى التفضيل الاستثماري



شكل رقم (٢-٢)

فكما يتضح في الشكل أعلاه تعتبر الأدوات الاستثمارية (أ ، ب ، ج، د، هـ) مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي . أما بالنس للأداتين س ، ص فالأولى منهما غير مقبولة كونها تحقق للمستثمر عائداً أ مما تحققه (د) مع أنها ستحمله نفس المستوى من المخاطرة . أما الثانية وه (ص) فهي وان كانت ستحقق له عائداً أعلى من (ب) وبنفس المستوى م المخاطرة إلا انها غير متاحة لذلك المستثمر.

- وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية التي سبقت الإشارة إليها ين المستثمرون بشكل عام في ثلاثة أنماط هي:

١/١- المستثمر المتحفظ Conservative Investor.

وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه وبالت ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساساً جداً تج عنصر المخاطرة. وغالباً ما نجد هذا النمط في كبار السن، وذوي الد المحدود.

٢/١- المستثمر المضارب Speculator:

وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه. ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطرة طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار. ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

٣/١- المستثمر المتوازن Balanced Investor:

وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتدني درجة المخاطرة. ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

٢ - الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

يفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين:
الأمر الأول: أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار، والذي يقوم عادة على خطوات محددة أهمها ما يلي:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- تحديد العوامل الملائمة، ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار Critical Factors.
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.

- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف .

أما الأمر الثاني فهو أنه يجدر بمتخذ القرار الاستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره. ومن أهم هذه المبادىء ما يلي:

٢/١- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية

يعتبر هذا المبدأ ركناً أساسياً من أركان القرار الاستثماري، ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة Scarcity ، بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان. ذلك يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه منها ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع استراتيجيته في الاستثمار، بدلاً من أن يوجه مدخراته لأول فرصة استثمارية تلوح له.

وكلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة، تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق أهدافه.

٢/٢- مبدأ الخبرة والتأهيل

يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين. ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة. ويطلق على هذه الفئة من المستثمرين فئة المستثمرين السذج Naïve Investors. بالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين Professional Investors ممن يتمتعون بالخبرة والدراية الإمكانية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري.

وتوجد فئة أخرى من الأفراد ممن يحترفون تقديم الاستشارة والنصح للمستثمرين من للفئة الأولى. ويطلق على هذه الفئة عادة مصطلح مطـ

الاستثمار، أو مدراء المحافظ الاستثمارية ممن أوتوا خبرة ودراية كبيرتين في المجالات الاستثمارية.

لذا يفترض بالمستثمر الساذج أن يستعين في اتخاذ قراره الاستثماري بمشورة فئة المستشارين والمحللين المتخصصين ولو كلفه ذلك دفع الأتعاب التي يتقاضاها هؤلاء مقابل الخدمات التي يؤدونها، لأن هذه الأتعاب مهما ارتفعت ستبقى منخفضة بالقياس إلى الفائدة المحققة منها في ترشيد القرار الاستثماري.

٣/٢- مبدأ الملاءمة

يشكل مبدأ الملاءمة Relevance واحداً من الأركان الأساسية التي يفترض بالمستثمر مراعاتها عند وضع استراتيجيته الاستثمارية. ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له. ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحنى سوائه أو منحنى تفضيله الخاص والذي يتحدد عادة في ضوء مجموعة من العوامل منها: عمره، وظيفته، مستوى دخله، حالته الاجتماعية، وحالته الصحية ... إلخ.

ويقوم مفهوم منحنى تفضيل أو منحنى سواء المستثمر على فرضية مفادها أن لكل مستثمر معين نمط تفضيل معين يحدد درجة اهتمامه تجاه العناصر الأساسية في قرار الاستثمار وهي: العائد على الاستثمار، مخاطرة الاستثمار وبالتالي درجة الأمان التي يراعيها المستثمر، ثم سيولة الأداة الاستثمارية.

وحال المستثمر المؤسسي في ذلك هو مثل حال المستثمر الفرد. فالمؤسسات المالية هي الأخرى توجه مدخراتها لأوجه الاستثمار الملائمة لظروفها الخاصة وذلك وفقاً لما يعرف بنظرية القطاعات السوقية Segmented Markets Theory. وتقضي هذه النظرية بأن السوق المالي ينقسم عادة إلى قطاعات مختلفة يستقطب كل منها فئة معينة من فئات المستثمرين وذلك وفقاً

لميولهم الاستثمارية. فالبنوك التجارية مثلاً تختار مجالات الاستثمار التي يتسق توقيت تدفقاتها النقدية مع نسق توقيت التزاماتها المالية، لذا تميل في الغالب لتوجيه استثماراتها لأدوات الاستثمار قصيرة الأجل ذات السيولة المرتفعة والمخاطرة المتدنية وذلك لتضمن الوفاء بالتزاماتها نحو المودعين والذين غالب ما تكون ودائعهم قصيرة أو متوسطة الأجل. ذلك على عكس شركات التأمين على الحياة والتي نظراً لأن التزاماتها هي في الغالب طويلة الأجل، توجه استثماراتها في الغالب نحو الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل والتي تعد بعائد مرتفع نسبياً على الاستثمار.

٤/٤- مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية

يمكن تلخيص مجمل أهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد على الاستثمار الهدف (Target ROI). هذا يعني أن كل مستثمر يحدد في العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صـ (هدف). ولتحديد هذا العائد الهدف يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم Discount Rate يعادل العائد المستهدف ، وذلك للوصول إلى القيمة الحالية Present Value لهذه التدفقات فإذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجباً يعتبر الاستثمار مجدياً اما إذا كان سالباً فيعتبر الاستثمار غير مجد .

بناء لما تقدم لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماماً تحقق العائد الهدف على استثماراته إلا بتحقق شرطين هما:

أ - أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماماً من حيث القيمة (Value).

ب - أن تكون أيضاً مؤكدة تماماً من حيث التوقيت Timing.

وأي خلل يحدث في الشرطين السابقين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ينعكس ضمناً على العائد الهدف.

لذا ينشأ عن احتمال عدم تحقق أي من الشرطين السابقين مخاطرة تحيط بالاستثمار. وتتنوع مخاطره، كما يتفاوت مداها وفقاً لطبيعة أدوات ومجالات الاستثمار، كما سنعرض ذلك بالتفصيل في فصل لاحق. لكن يمكن تصنيف هذه المخاطر بوجه عام في نوعين رئيسين: مخاطر سوقية ومخاطر غير سوقية.

وتتميز المخاطر السوقية Market Risks والتي يطلق عليها البعض مصطلح المخاطر العادية Ordinary Risks في أن أسبابها ترتبط بصورة عامة بظروف السوق المالي، وكذلك بالظروف الاقتصادية الشاملة. وهكذا تنعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار في شكل تقلبات سعرية صعوداً أو هبوطاً. وعلى هذا الأساس تتسم غالباً بسمة الشمول إضافة إلى كونها منخفضة نسبياً كما أن حدوثها يكون منتظماً Systematic مما يُمكّن من توقعها وفقاً لدورات السوق المالي. ولكن نظراً لأنها مرتبطة بظروف السوق المالي فإن آثارها تنعكس على جميع أدوات الاستثمار المتداولة فيه وبالتالي لا يمكن تجنبها عن طريق عملية التنويع.

أما **المخاطر غير السوقية** Non Market Risks والتي يدعوها البعض **بالمخاطر غير العادية**، فتكون عادة مرتفعة، كما أنها تحدث في ظروف استثنائية غير منتظمة Non Systematic مما يجعل من الصعب التنبؤ حدوثها، وإذا ما حدثت فإن آثارها تنعكس على أدوات استثمارية بعينها، من هنا يمكن تجنبها أو على الأقل تخفيض آثارها عن طريق تنويع الأدوات الاستثمارية، وذلك بتطبيق المثل الشعبي القائل (لا تضع جميع البيض في سلة واحدة).

أسئلة وتطبيقات الفصل الثاني

١ - تحدد العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية (س) وقيمتها (ق) من وجهـ
نظر المستثمر نوع القرار الاستثماري. اشرح طبيعة هذه العلاقة، وبنـا
عليه عدد أنواع القرارات الاستثمارية.

٢ - ماذا يقصد باستراتيجية الاستثمار؟ ووضح دور العنـاصر التاليـة فـ
تحديد نمط هذه الاستراتيجية:
- عنصر السيولة.
- عنصر الربحية.
- عنصر الأمان.

٣ - ارجع للشكل رقم (٢-٢) منحنى التفضيل الاستثماري ووضـح أسبا
عدم ملاءمة الأداتين الاستثماريتين (س ، ص) لاسـتراتيجية المسـتثـ
في ذلك الشكل.

٤ - حدد نمط كل من المستثمرين التالية مواصفاتهم:

أ - المستثمر (أ) الذي يبحث دائماً عن فـرص اسـتثمارية خطـ
طمعاً في الحصول على عائد غير عادي على استثماراته.

ب - المستثمر (ب) الذي يريد أن ينام ليله مطمئناً على استثماراته

جـ - المستثمر (ج) الذي يوصف بالذكاء فيوازن في قراراتـه بـ
عنصري الأمان والعائد.

٥ - باعتبارك مستثمراً رشيداً. كيف تطبق المبادئ التاليـة فـي ممارسـ
العملية عند اتخاذ قراراتك الاستثمارية؟

أ - مبدأ الخبرة والتأهيل.

ب - مبدأ الملاءمة.

جـ - مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية.

د - مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية.

٦ - ماذا يقصد بالعائد الهدف على الاستثمار، وهل تعتقد أنه بالإمكان تـ
هذا العائد تماماً كما هو متوقع؟ علل إجابتك.

الفصل الثالث

مخـــاطـــر الاســـتثمار

أولاً : تعريف مخاطر الاستثمار.

ثانياً : قياس مخاطر الاستثمار.

ثالثاً : أنواع مخاطر الاستثمار.

رابعاً: مصادر مخاطر الاستثمار.

الفصل الثالث

مخاطر الاستثمار

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري. ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة.

وفي هذا الفصل سيتم الحديث عن مخاطر الاستثمار أولاً من حيث تعريفها والتفرقة بينها وبين ظروف عدم التأكد، يلي ذلك كيفية التعبير عن المخاطرة في صورة كمية وطرق قياس المخاطر، ثم تقسيم تلك المخاطر إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة وكيفية خفض المخاطر غير المنتظمة بتكوين المحافظ الاستثمارية، ثم مصادر كل نوع من المخاطر.

أولاً: تعريف مخاطر الاستثمار

يمكن استخدام المثال التالي لإيضاح معنى المخاطرة في الاستثمار:

إذا فرضنا أن أحد المستثمرين يرغب في استثمار مبلغ ١٠٠,٠٠٠ دينار وأن لديه خيارين:

١ - **الخيار الأول:** شراء سندات حكومية قصيرة الأجل تحمل معدل فائدة ٥%. في هذه الحالة من السهل تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار ويساوي العائد لتاريخ الاستحقاق على السندات ومقداره ٥%، لذلك يمكن القول بأن هذا الاستثمار مأمون أو خال من المخاطرة.

٢ - **الخيار الثاني:** شراء أسهم شركة تأسست حديثاً وتقوم بالتنقيب عن النفط، في هذه الحالة من الصعب تقدير معدل العائد المتوقع من استثماره، فقد يحقق المستثمر عائداً كبيراً جداً كما قد يخسر رأسماله

المستثمر بكامله، وحيث أن الخطر الناتج عن احتمال وقـــوع الخسا[...] كبير حينئذ يمكن القول بأن هذا الاستثمار خطر نسبياً.

يتضح مما سبق أن المخاطرة في الاســـتثمار ترتبـــط باحتمـــال وقو[...] الخسائر، فكلما زاد احتمال وقوع الخسارة، كلما كان الاستثمار أكـــثر خطـو[...] والعكس بالعكس، ويؤخذ على التعريف السابق للمخاطرة أنه غير قابل للقيـا[...] بالإضافة إلى عدم قابليته للاستخدام في تصنيف البدائل الاستثمارية وفقاً لمستو[...] مخاطرتها. لذا دعت الحاجة إلى إيجاد بديل يعبر عن هذا التعريف ويكون قـا[...] للقياس، وبما أن معدل العائد هو العنصر الأساسي في الاستثمار لذا يمكن ربـ[...] التعريف الكمي للمخاطرة بمعدل العائد على الاستثمار. وبناء لذلك يمكن تعري[...] المخاطرة بأنها **"احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجـــح أو المتوق[...] على الاستثمار". وتقاس المخاطرة بناء لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعـ[...] الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع.**

منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد

يمكن بصورة عامة تعريف احتمال حدث ما، بأنه فرصة وقـــوع [...] الحدث، فإذا تحدثنا عن احتمال تحقق معدل العائد فيكون المقصود هـــو فرص[...] تحقق هذا المعدل. ويصعب عادة على المستثمر تقدير معدل العائد من المش[...] بصورة محددة في رقم معين ولكن يمكن عوضاً عن ذلك تمثيل معدلات العـ[...] في منحنى حسب احتمالات تحقيقها، والمثال التالي يوضح الفكرة:

يبين الجدول الآتي معدلات العائد واحتمالات تحققها من استثمار مبلـ[...] ٠٠٠ر١٠٠ دينار في إحدى الشركتين أ ، ب:

جدول رقم (٣-١)

الحالة الاقتصادية	احتمال حدوث الحالة	معدل العائد (ع) بالشركة (أ)	معدل العائد [...] بالشركة (ب[...]
ازدهار	٠,٣٠	١	٠,٢
عادية	٠,٤٠	٠,١٥	٠,١٥
كساد	٠,٣٠	(-٠,٧)	٠,١٠

[...]مدلول البيانات في الجدول السابق ما يلي:

١ - يتوقع للشركة (أ) أن تحقق الأموال المستثمرة فيها عائداً مقداره ١٠٠% باحتمال ٠,٣٠ ، كما يتوقع بدرجة الاحتمال نفسه أن تحقق خسارة تجعل العائد على استثماراتها سالباً وبمعدل ٠,٧.

كما يتوقع للاستثمار في هذه الشركة أن يحقق أيضاً عائداً بمعدل ٠,١٥ وذلك باحتمال ٠,٤٠ .

٢ - أما بالنسبة للشركة (ب) فيتوقع لها الحصول على عائد للأموال المستثمرة فيها مقداره ٠,٢ بدرجة احتمال ٠,٣ كما يمكن بدرجة الاحتمال نفسها أن ينخفض هذا المعدل ليصل إلى ١٠% فقط.

كما يمكن أيضاً باحتمال ٠,٤٠ أن يصل العائد المحقق فيها إلى ٠,١٥.

باستخدام البيانات السابقة يمكن إيجاد ما يسمى بمعدل العائد المتوقـــع أو المرجح على الاستثمار في كل شركة. ومعدل العائد المتوقع أو المرجـــح هو عبارة عن مجموع حاصل ضرب كل معدل عائد في احتمال تحققه

ع* للشركة (أ) = (٠,٣ × ١) + (٠,٤ × ٠,١٥) + (٠,٣ × -٠,٧)

= ٠,٣ + ٠,٠٦ + -٠,٢١

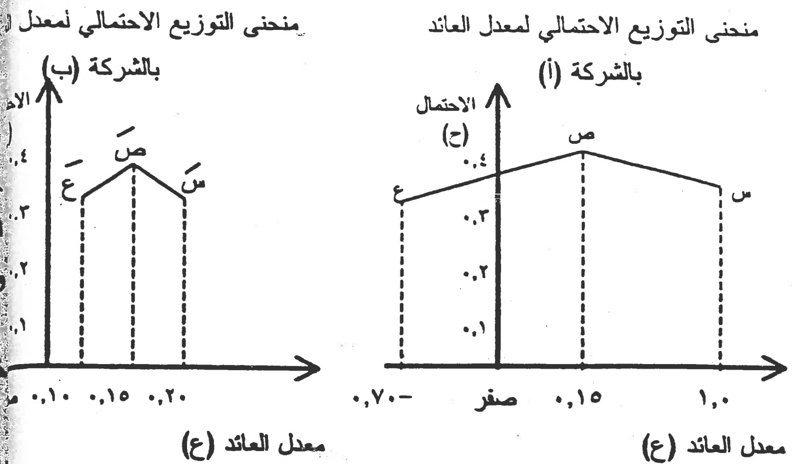
= ٠,١٥ = ١٥%

ع* للشركة (ب) = (٠,٣ × ٠,٢) + (٠,٤ × ٠,١٥) + (٠,٣ × ٠,١)

= ٠,٠٦ + ٠,٠٦ + ٠,٠٣

= ٠,١٥ = ١٥%

كما يمكن الاستفادة من البيانات السابقة في اشـــتقاق منحنـــى التوزيـــع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع في كل من الشركتين وذلك كما في الشكل البيـــاني التالي:



شكل رقم (٣-١)

ويستفاد من منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد في إيضـــاح در المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في مشروع معين فاتساع مدى المنحنى (المسا بين طرفي المنحنى) يدل على زيادة درجة المخاطرة في الاســـتثمار والعك صحيح. فكلما كان المنحنى أقل اتساعاً دل ذلك على تقارب معدل العائد المتو مع معدل العائد الفعلي وعلى أن الفرق بينهما سيكون أقل. لذلك كلما كان مـ المنحنى ضيقاً كلما قلت درجة المخاطرة. فيمكن القول أن الاستثمار فـي أسـ الشركة (ب) أكثر أماناً من الاستثمار في أسهم الشركة (أ)، لأن منحنى التوز الاحتمالي لمعدل العائد في الشركة (ب) وهو س ص ع أقـل اتسـاعاً منحنى التوزيع الاحتمالي في الشركة (أ) وهو س ص ع . وذلك بـالرغم تساوي معدل العائد المتوقع (ع*) للشركتين وهو ٠,١٥ .

بعبارة أخرى يمكن القول بأن الاستثمار في الشركة (أ) أكـثر مخـا من الاستثمار في الشركة (ب) لأن تشتت معدلات الاستثمار فـي الشـرك حول وسطها الحسابي المرجح وهو ٠,١٥ أكبر من تشتت المعـدلات المتوقـ من الاستثمار في الشركة (ب) حول وسطها الحسابي المرجح وهو ٠,١٥ أيـ كما يتضح من الشكل البياني أعلاه.

ثانيا : قياس مخاطر الاستثمار

بما أن اتساع مدى منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد يعطي دلالة على درجة المخاطرة في الاستثمار، لذا يمكن التعبير عن هذا الاتساع بمقيـاس إحصائي معروف هو الانحراف المعياري (SD) الذي يقيس مدى تشتت القيـم حول وسطها الحسابي. وفي هذا المجال يمكن قياس مخاطرة الاستثمار لقيـاس الانحراف المعياري للمعدل على الاستثمار المتوقع تحت درجات احتمال مختلفـة وذلك عن وسطها الحسابي وهو هنا معدل العائد المرجح (ع*).

خطوات قياس مخاطرة الاستثمار

لفهم هذه الخطوات دعنا نسـتخدم بيانـات المثـال السـابق والمتعلـق بالاستثمار المتاح إما في الشركة (أ) ، أ, في الشركة (ب).

الخطوة الأولى: قياس العائد المرجح (ع*) في كل من البديلين وذلك باسـتخدام المعادلة التالية.

$$ع^* = \sum_{ر=١}^{ن} ع_ر ح_ر$$

وذلك حيث:

$ع_ر$ تمثل العائد المتوقع تحت درجة احتمال معينة.

$ح_ر$ تمثل احتمال تحقق عائد معين.

ن تمثل عدد العوائد المتوقعة (عدد نقاط المنحنى).

ر تمثل عدد التكرارات (١ ، ٢ ، ٣ ....).

وبموجب المعادلة أعلاه فإن:

$ع^*$ للشركة (أ) = ٠,١٥ كما حددناه سابقاً.

وأن $ع^*$ للشركة (ب) = ٠,١٥ أيضاً كما حدد سابقاً.

الخطوة الثانية: قياس تشتت Variance العوائد المتوقعة في الشـركتين (أ،ب) وسطيهما الحسابيين وهما $ع^*أ$ ، $ع^*ب$.

وتقاس قيمة هذا التشتت في كل من الشركتين بالمعادلة التالية:

$$خ^* = \sqrt{ح_ر (ع_ر - ع^*)^٢}$$

وكما تظهر بيانات الجدولين التاليين فإن قيمة تشتت العوائد حول وسط[illegible] الحسابي بالنسبة للشركتين أ، ب كان ٠,٤٣٣٥ ، ٠.٠١٥ على التوالي:

جدول رقم (٣-٢)

قياس درجة المخاطرة للاستثمار في الشركة (أ)

ح	ع	(ع - ع*)	(ع - ع*)^٢	ح (ع-ع*)^٢
٠,٣	١	٠,٨٥	٠,٧٢٢٥	٠,٢١٦٧٥
٠,٤	٠,١٥	صفر	صفر	صفر
٠,٣	٠,٧-	٠,٨٥-	٠,٧٢٢٥	٠,٢١٦٧٥
١				٠,٤٣٣٥

جدول رقم (٣-٣)

قياس درجة المخاطرة للاستثمار في الشركة (ب)

ح	ع	(ع - ع*)	(ع - ع*)^٢	ح (ع-ع*)^٢
٠,٣	٠,٢	٠,٠٥	٠,٠٠٢٥	٠,٠٠٧٥
٠,٤	٠,١٥	صفر	صفر	صفر
٠,٣	٠,١٠	٠,٠٥-	٠,٠٠٢٥	٠,٠٠٧٥
١				٠,٠١٥٠

الخطوة الثالثة: قياس الانحراف المعياري للعوائد المتوقعة من درجا[ت] الاحتمال المختلفة عن العائد المرجح لكل شركة وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{الانحراف المعياري (المخاطرة)} = \sqrt{\text{التشتت}}$$

فتكون المخاطرة للاستثمار: في الشركة (أ) $= \sqrt{٠,٤٣٣٥} = ٠,٦٦$

و في الشركة (ب) $= \sqrt{٠,٠١٥} = ٠,١٢$

ثالثاً: أنواع مخاطر الاستثمار

تقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين: **مخاطر منتظمة** Systematic Risks ، **ومخاطر غير منتظمة** Non Systematic Risks.

فالمخاطر المنتظمة أو السوقية أو العادية، هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين. وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة، أو الحروب أو الانقلابات السياسية. فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة. وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلآت والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران، أي بصورة عامة أن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

أما المخاطر غير المنتظمة أو غير السوقية، فهي المخاطر الناتجة عن [ع]وامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة [في] النشاط الاقتصادي ككل. ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة [مع]ينة أو قطاع معين، والأخطاء الإدارية، وظهور اختراعات جديدة، والحملات [الإ]علانية والتغير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على [منت]جات شركة معينة بالذات.

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي [ال]تي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات، وشركات

السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصا... أو على حالة سوق الأوراق المالية.

وتتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة (غير السوقية) لشركة معين... بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقترا... كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عق... معينة، أو بحدوث تغيير أساسي في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غ... المنتظمة عن طريق التنويع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها مو... على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل عل... حده.

رابعاً : مصادر مخاطر الاستثمار

هناك مصادر عديدة لمخاطر الاستثمار، ولكن يمكن تقسيم هذه المص... حسب نوع المخاطرة التي تسببها. فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظم... وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة بالإضافة لوجود عوامل تس... النوعين معا:

١ - مصادر المخاطر المنتظمة

من هذه المصادر: تقلب في معدلات الفائدة ، والتغير في القوة الشر... لوحدة النقد ومخاطر السوق، وتقلب معدلات ضريبة الدخل... وغيرها.

أ - مخاطر معدلات الفائدة:

مخاطر معدلات الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلا... بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير ف... معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. فمن المعروف أن أس... الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة السو... بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة كلما انخفضت أسعار السن... والعكس بالعكس، وسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحال... المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفا...

السوقي هو عبارة عن سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي، فتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره، وبالعكس يرتفع سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي. وبشكل عام كلما طال أجل استحقاق السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة.

وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة، فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلاً عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية، ويرجع ذلك إلى أن السند يدر دخلاً ثابتاً، لذا فالتغير المطلوب تحقيقه في معدل العائد للسند يتم من المكاسب الرأسمالية (أي من الفرق بين سعر شراء السند وسعر بيعه).

فإذا فرضنا أن شخصاً اشترى سنداً بقيمته الاسمية البالغة ١٠٠,٠٠٠ دينار ومعدل فائدة ٥% ، أي أنه يدر دخلاً ثابتاً قدره ٥,٠٠٠ دينار (١٠٠٠٠٠ × ٥%) ، ثم باع المستثمر هذا السند بعد سنة بمبلغ ١٥٠,٠٠٠ دينار. يتم حساب معدل العائد الذي حصل عليه من هذا الاستثمار كالآتي:

$$\text{معدل العائد (المردود) خلال مدة الاستثمار} = \frac{(\text{سعر بيع السند} - \text{سعر الشراء}) + \text{الدخل الثابت}}{\text{سعر الشراء}}$$

$$= \frac{(١٥٠,٠٠٠ - ١٠٠,٠٠٠) + ٥٠٠٠}{١٠٠,٠٠٠}$$

$$= \frac{٥٥,٠٠٠}{١٠٠,٠٠٠} = ٥٥\%$$

يتضح من هذا المثال أن المصدر الأساسي للربح الذي حققه الشخص من استثماره هو من ارتفاع سعر السند في سوق الأوراق المالية ، ومعدل الفائدة السوقية هو العامل المؤثر في سعر السند، وهذا يبين أن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات تكون أكثر عرضة لمخاطر معدلات الفائدة السوقية من

الأوراق ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية. فالسندات الحكومية مثلا، لا تكو معرضة للمخاطر المالية التي تتعرض لها الأسهم العادية للشركات كالإفلا مثلاً، ولكن بالرغم من ذلك تتذبذب أسعار هذه السندات بتقلب سعر الفا السوقي.

ويعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تخفيض مخاطر تقلب أسعا الفائدة بالاستثمار في سندات قصيرة الأجل، وهذه السندات تكون أقل عرضا لتقلبات الأسعار من السندات الطويلة الأجل، ولكن هؤلاء المستثمرين يجدو أنفسهم في الواقع مجبرين على القيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثما وبمعدلات عائد مختلفة قد لا تكون دائماً مرضية، لذلك ليس من السهو التخلص من مخاطر تقلب سعر الفائدة.

ب - مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرا للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد، أو بعبا أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابا التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحم معه معدل فائدة ثابت. فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخص فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية. كما أن أك أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل، والت تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها، مثل السند طويلة الأجل.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر م مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في الس المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ عل القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعر لها حامل السند.

جـ - المخاطر السوقية

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

وإن أكبر مثال على المخاطر السوقية، هي الحالة التي أصابت بورصة نيويورك في عام ١٩٦٣م بعد أن تواردت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي، فقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطرت المسؤولين إلى إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جداً وعندما فتحت البورصة بعد يومين من حادث الاغتيال عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية. كذلك في وقت الكساد الكبير الذي حدث في الولايات المتحدة في الثلاثينات تسببت حالة الهستيريا التي أصابت سوق الأوراق المالية في انخفاض أسعار الأسهم إلى أقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية.

كما ظهرت المخاطر السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية صباح يوم الاثنين الأسود من ١٩ تشرين الأول (اكتوبر) ١٩٨٧م. حيث قدرت الخسائر التي أصابت فقط المستثمرين في الأسهم في البورصات العالمية حينئذ بحوالي ٣٠٠٠ بليون دولار أمريكي. وكذلك ما حدث للأسهم الكويتية والخليجية المتداولة في سوق المناخ الكويتي حيث أدت عملية امتناع البعض عن الوفاء بالتزاماتهم المالية إلى إصابة السوق الموازية بالشلل التام، فأثر ذلك على البورصة الكويتية وانخفضت أسعار الأسهم بشكل عام انخفاضاً كبيراً للغاية.

كما أن من أحدث الأمثلة على المخاطر السوقية هو ما حدث في الأسواق المالية الآسيوية يوم الخميس الموافق ٢٣ تشرين الأول (اكتوبر) ١٩٩٧ وذلك حين انهارت الأسعار أولاً في بورصة هونغ كونغ لتنعكس بعد ذلك على بورصات الدول المجاورة في ماليزيا وأندونيسيا واليابان و ليمتد هذا الانهيار فيما بعد ولكن بدرجات متفاوتة على أسواق المال في الولايات المتحدة وأوروبا واستراليا.

٢ - مصادر المخاطرة غير المنتظمة

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة أخطاء الإدارة، ومخا
الصناعة.

أ. مخاطر الإدارة

من الممكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معـ العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جو منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخط الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العـ حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

ومن أوضح الأمثلة على أثر الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنر موتورز الأمريكية، فهذه الشركة تتمتع بسمعة طيبة من حيث جودة منتجا وسلامة مركزها المالي، كما أنها معروفة بسمعتها الطيبة، وبجودة منتجات وبإدارتها الناجحة، وعلى الرغم من ذلك فإن إدارتها لم تحسن في التعامل مـ حركة حماية المستهلك التي ترأسها رالف نادر، وقد اتفق معظم المحللين علـ أن الشركة قد تكبدت خسائر في المبيعات والأرباح والشهرة التجارية، هـ بالإضافة للتعويضات التي حكمت بها المحاكم لصالح رالف نادر، وكان لـ الخسائر أثرها السيء على سعر سهم الشركة، وقد تحمل المستثمرون في أسـ جنرال موتورز في ذلك الوقت خسائر رأسمالية كبيرة، وهذا يبين أن مـ الصعب الحكم على نجاح الإدارة بصورة مؤكدة.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإ شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخـ تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة على أعمال الشركة إ الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس. فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخا الفشل المالي Default Risk.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة: سوء التصرف وعدم اتخاذ التدا المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، وخسا

مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة، وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم.

ولكي يمكن الحكم على الكفاءة الإدارية، يجب أن تجري عملية تقييم لكل فرد يساهم في العملية الإدارية للشركة، وهذه مهمة صعبة لا يستطيع القيام بها إلا المحللون المحترفون والمستشارون الإداريون، وبالرغم من صعوبة عملية التقييم هذه إلا أنها تكون ذات أهمية كبيرة للمستثمرين في أسهم ذات حساسية كبيرة للممارسات والقرارات الإدارية.

ب. مخاطر الصناعة

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع. فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزبائنها ومموليها تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضاً.

وقد تنبع مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة منها مثلاً: عدم توفر المواد الخام للصناعة. ففي الحرب العالمية الثانية سبب عدم توفر المطاط خسارة للشركات المنتجة للإطارات إلى أن استطاعت تصنيع المطاط الصناعي. ومن العوامل الأخرى ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي كان لها تأثير على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة.

هناك أيضاً تغير أذواق المستهلكين، أو التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات أحدث. فعند ظهور السيارات مثلاً كسدت صناعة

العربات التي تجرها الخيول، وعند ظهور التلفزيون الملـــون كســدت صناع
التلفزيون غير الملون. كما تؤثر المنافسة الأجنبية على الصناعات المحلية، و
أهم الأمثلة على ذلك منافسة صناعة السيارات والألكترونيات اليابانية لمثيلا
في الولايات المتحدة والتي من الممكن أن تؤثر تأثيراً سيئاً عليها إذا لم تتط
الأخيرة لتستطيع مواجهة هذه المنافســة، أو إذا فشــلت فـــي إقنـــاع الحكو
الأمريكية بحماية الصناعة المحلية عن طريق سن القوانين الجمركية التي تح
من الاستيراد. وفي بعض الأحيان يكون لمخاطر الصناعة تأثير كبير ومس
وفي أحيان أخرى يكون تأثيرها ضعيفاً ومؤقتاً.

وهناك مصادر تسبب مخاطر منتظمة وغير منتظمة ومن هذه المص
الرفع التشغيلي والرفع المالي.

مخاطر الرفع التشغيلي

يرتبط الرفع التشغيلي Operational Leverage عادة بنمــط هيك
تكاليف المنشأة Cost Structure أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التش
في مجمل هذه التكاليف. وعلى هذا الأساس ترتفـــع درجـــة الرفـــع التشـ
(DOL) كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة والعكس بالعكس. هذا يعـ
أنه إذا كانت التكاليف الثابتة التشغيلية في الشركة (أ) تشكل ٥٠% من التكـا
الكلية فيها، بينما تشكل التكاليف الثابتة التشغيلية في الشـــركة (ب) ٣٠% مـ
تكاليفها الكلية، فإن درجة الرفع التشغيلي في الشركة (أ) أعلى من نظيرتها فـ
الشركة (ب). وبناء عليه تكون مخاطر الرفع التشغيلي للشركة (أ) أعلى من تـ
المخاطر بالنسبة للشركة (ب). إذ تنعكس درجة الرفع التشغيلي (DOL) علـ
ما يعرف بحساسية أو استجابة صافي الربح التشغيلي EBIT فـــي كـــل مـ
الشركتين أ ، ب لأي تقلب يحدث في المبيعات. بمعنـــى أن تقلبـاً يحــدث فـ
مبيعات أي من الشركتين وسواء كان بالزيادة أو النقص سيحدث تقلباً موازياً فـ
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة ولكن هذا التقلب يكون في الشركة (أ) أكـ
منه في (ب).

فمثلاً لو افترضنا أن DOL بالنسبة للشركتين أ ، ب كـــانت ٣ مـــرة،
ر ١ مرة على التوالي. فهذا يعني أن زيادة بنسبة ١٠% تحدث في مبيعات كـــل
ن الشركتين سيترتب عليها حدوث زيادة موازية في صافي ربح التشغيل لكـــل
يها وبنسبة ٣٠% في (أ)، ١٥% في (ب). لكن وبالمقـــابل فـــإن هبوطـــاً فـــي
بيعات كل من الشركتين وبنسبة ١٠% سيترتب عليه أيضاً هبوط مواز في ربح
تشغيل لكل منهما وبنسبة ٣٠% في (أ)، ١٥% في (ب). وعلى هذا الأســـاس
كون الشركة (أ) أعلى مخاطرة من الشركة (ب) لأن التقلب في ربحها التشـغيلي
المرتبط بتقلب مبيعاتها يكون أوسع من حيث المدى Range من المدى الـــذي
تقلب منه الربح التشغيلي للشركة (ب). مما يعني أن المزايا الجمّة التي يحققـــها
تفاع الرفع التشغيلي للشركة (أ) في حالة الازدهار الاقتصادي، تنقلب إلى نقمة
ارمة بالنسبة لها في حالة الانكماش الاقتصادي.

هذا وتقاس درجة الرفع التشغيلي (DOL) عادة بالمعادلة التالية:

$$\text{DOL} = \frac{\underline{\text{عائد المساهمة (المساهمة الحدية)}}}{\text{صافي ربح التشغيل قبل الفوائد والضريبة (EBIT)}}$$

تجدر الإشارة هنا أيضاً إلى أن نقطة تعادل المنشأة ترتبط هي الأخـــرى
رجة الرفع التشغيلي (DOL)، والعلاقة بينهما طردية فكلمـــا ارتفـــع الرفـــع
شغيلي في المنشأة ترتفع معه نقطة تعادلها والعكس بالعكس. من هنـــا أيضـــاً
كن فهم مخاطر الرفع التشغيلي. فحيث أن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي تـــؤدي
ارتفاع نقطة التعادل، إذن لا بد أيضاً من وجود علاقة طردية بيـــن درجـــة
فع التشغيلي والمخاطرة.

اطر الرفع المالي

تنقسم مصادر تمويل أي شركة إلى قسمين:

تمويل الملكية:

وهو عبارة عن الأموال التي يتم الحصـــول عليـــها مـــن المســـاهمين
حاب الشركة) نظير شرائهم الأسهم التي تشكل رأسمال الشـــركة، أو عـــن
يق استخدام الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.

- **تمويل الاقتراض:**

وهو عبارة عن الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض من جهات مختلفة إما عن طريق سندات طويلة أو قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت أو بالاقتراض من البنوك. وينشأ عن التمويل بالاقتراض ما يسمى بالرفع المالي Financial Leverage أو المتاجرة بالملكية Trading on Equiqty

ويهدف هذا النوع من التمويل إلى استخدام أموال الغير في رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في أوجه استثمار تدر عائداً أعلى من الفائدة المدفوعة للأموال المقترضة. أي بعبارة أخرى فإن التمويل باستخدام الرفع المالي يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال Cost of Funds المستثمرة في المشروع ومن ثم تعظيم العائد على حقوق المساهمين (ROE).

بناء لما تقدم يرتبط الرفع المالي بما يعرف بهيكل رأسمال المنشأة فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعاً والعكس بالعكس.

هذا يعني أن شركتين أ ، ب تشكل الديون أو جملة المطلوبات في ميزانية كل منهما ٢٠%، ٦٠% من جملة الموجودات على التوالي، حينئذ يكون الرفع المالي للشركة (ب) أعلى منه للشركة (أ). بمعنى أن عبء الديون على الشركة (ب) ممثلاً بالفوائد التي ستدفعها يكون أكبر منه في (أ). وعلى هذا الأساس وبافتراض تماثل جميع العوامل الأخرى في الشركتين ستكون نقطة التعادل Break Even Point للشركة (ب) أعلى من نقطة التعادل للشركة (أ) ومن ثم فإن المخاطر المصاحبة لتقلب النشاط تكون في الشركة (ب) أعلى من تلك في الشركة (أ).

وتقاس درجة الرفع المالي (DFL) عادة بالمعادلة التالية:

$$DFL = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة (EBT)}}{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}$$

وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي ترتفع المخاطرة والعكس بالعكس.

وتقيس (DFL) عادة درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي (Eps) للتغير الحادث في صافي الربح قبل الضريبة (EBT) فمثلاً لو أن درجة الرفع المالي في الشركتين (أ ، ب) كانت على التوالي ٢ ، ٤ مرة على التوالي. فهذا يعني أن زيادة في صافي الربح قبل الضريبة بنسبة ٢٠% ستنعكس على الـ (Eps) في كل من الشركتين بمعدل ٤٠% ، ٨٠% على التوالي. كذلك وبالعكس فإن هبوطاً في صافي الربح بعد الضريبة بنسبة ٢٠% سينعكس على الـ (Eps) في كل منهما بنسبة ٤٠% ، ٨٠% على التوالي.

مما يعني أن مدى التقلب الذي ينعكس على عائد السهم العادي بسبب تقلب نشاط الشركة يكون في الشركة (ب) أوسع منه في الشركة (أ) ومن ثم تكون المخاطرة المصاحبة لذلك في الشركة (ب) أعلى من تلك في الشركة (أ). أي أن الفوائد الكبيرة التي تحققها الشركة ذات الرفع المالي الأعلى خلال حالة الازدهار تنقلب إلى خسارة جسيمة تعاني منها في حالة الكساد.

وقد تتداخل مصادر المخاطرة بجميع انواعها بحيث يصعب فصل كل مصدر على حده، كما تشكل قوى تؤثر في أسعار الأوراق المالية أما باتجاهات مختلفة بحيث يلغي كل مصدر أثر المصادر الأخرى، أو قد تؤثر جميعها في اتجاه واحد فتسبب تغيرات كبيرة في الأسعار. ففي حالة حدوث تضخم اقتصادي تنخفض أسعار بعض الاوراق المالية نتيجة تأثير عوامل متعددة للمخاطر المنتظمة، وذلك لأن المقرضين سيقومون برفع أسعار الفائدة وذلك لتعويض خسائرهم الناتجة عن الانخفاض في القوة الشرائية وارتفاع أسعار الفائدة مما سيؤدي الى انخفاض القيمة الحالية للدخل الذي تدره الأوراق المالية. وعند ذلك تبدأ اسعار هذه الاوراق بالانخفاض، فتعم حالة الخوف عند المستثمرين فيسارعون الى بيع أوراقهم كي يتجنبوا تكبد المزيد من الخسائر، وعمليات البيع غير الطبيعية الناتجة عن حالة الخوف هذه تسبب عادة انخفاض بعض الاسعار الى ما دون القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية.

أسئلة وتطبيقات الفصل الثالث

١ – ما الفرق الرئيسي بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة؟

٢ – أعط أمثلة للمخاطر المنتظمة ، وللمخاطر غير المنتظمة.

٣ – فسر مفهوم الأنواع التالية من المخاطر:

أ – مخاطر معدلات الفائدة.

ب – المخاطر السوقية.

جـ – مخاطر الإدارة.

د – مخاطر الرفع التشغيلي.

٤ – من الأكثر تعرضاً لمخاطر تقلب القوة الشرائية لوحدة النقد ، المستثمر في الأسهم، أم المستثمر في السندات طويلة الأجل؟ علل إجابتك.

٥ – ما يلي صورة عن الهيكل المالي لشركتين أ ، ب

	أ	ب
جملة الديون (بالملايين)	٢٠	٣٠
جملة حقوق المساهمين (بالملايين)	٣٠	٢٠
	٥٠	٥٠

أيهما أكثر تعرضاً لمخاطر الرفع المالي؟

٦ – ما يلي هيكل التكاليف للشركتين السابقتين، خلال عام ٩٢ علماً بأن مبيعاتهما متساوية وكذلك حجم الانتاج.

	أ	ب
إجمالي التكاليف المتغيرة (بالملايين)	١٢	١٤
إجمالي التكاليف الثابتة (بالملايين)	٦	٤
	١٨	١٨

أيهما أكثر تعرضاً لمخاطر الرفع التشغيلي؟

٧ – ماذا يقصد بنقطة التعادل لمنشأة معينة؟

٨ – أي العبارات التالية صحيحة وأيها خاطئة؟ ، مع ثبات العوامل الأخرى لشركة معينة:

أ – ترتفع درجة المخاطرة بارتفاع نقطة التعادل.

ب – تنخفض نقطة التعادل إذا انخفض سعر بيع الوحدة من المنتج.

جـ – ترتفع نقطة التعادل إذا زادت التكاليف الثابتة.

د – تنخفض نقطة التعادل إذا انخفضت التكلفة المتغيرة لوحدة المنتج.

هـ – كلما ارتفعت نقطة التعادل يزداد هامش الأمان.

٩ – أي نوع من مخاطر الاستثمار يمكن تخفيضها عن طريق تنويع أصول المحفظة الاستثمارية؟ علل إجابتك.

الفصل الرابع

مجالات وأدوات الاستثمار

أولاً : مجالات الاستثمار

١ - التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار
- الاستثمارات المحلية
- الاستثمارات الخارجية

٢ - التبويب النوعي لمجالات الاستثمار
- استثمارات حقيقية أو اقتصادية
- استثمارات مالية

ثانياً : أدوات الاستثمار

١ - الأوراق المالية.
٢ - العقار.
٣ - السلع.
٤ - المشروعات الاقتصادية.
٥ - العملات الأجنبية.
٦ - المعادن النفيسة.
٧ - صناديق الاستثمار.

الفصل الرابع
مجالات وأدوات الاستثمار

أولاً : مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى **مجال الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار**. فإذا ما قلنا مثلاً بأن مستثمراً ما يوظف أمواله في الاستثمارات المحلية، بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في الاستثمارات الأجنبية فإن تفكيرنا هنا يتجه نحو مجال الاستثمار. أما لو قلنا بأن المستثمر الأول يوظف أمواله في سوق العقار، بينما يوظف الثاني أمواله في سوق الأوراق المالية فإن تفكيرنا في هذه الحالة يتجه نحو أداة الاستثمار.

عموماً وكما تختلف مجالات الاستثمار، تختلف أيضاً أدوات الاستثمار المتوفرة في كل مجال. وهذا ما يوفر للمستثمر بدائل استثمارية متعددة تتيح له الفرصة لاختيار ما يناسبه منها. ويمكن تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، ولكن من أهم التبويبات المتعارف عليها نوعان هما:

أ - التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار.

ب - التبويب النوعي لمجالات الاستثمار.

أ - التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار

تبوب الاستثمارات من زاوية جغرافية إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية أو أجنبية.

١ - الاستثمارات المحلية Local Investments.

تشمل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي وبغض النظر عن نوع أداة الاستثمار المستخدمة. قياساً على ذلك يعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية جميع الأموال المستثمرة داخل الأردن من

قبل مؤسسة أو فرد يقيم بالأردن وأياً كانت أداة الاستثمار المستخدمة من عقار، أوراق مالية، ذهب، عملات أجنبية، مشروعات تجارية ... الخ.

٢ - الاستثمارات الخارجية Foreign Investments.

تشمل مجالات الاستثمار الخارجية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية ومهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة. وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إمّا بشكل مباشر أو غير مباشر. فمثلاً لو قام مستثمر يقيم في الأردن بشراء عقار في لندن بقصد المتاجرة، أو قامت دولة الأردن مثلاً بشراء حصة في شركة مرسيدس فإن الاستثمار في الحالتين يكون استثماراً خارجياً مباشراً.

أما لو قام ذلك المستثمر بشراء حصة من محفظة مالية لشركة استثمار أردنية تستثمر أموالها في بورصة نيويورك مثلاً فإن الاستثمار في هذه الحالة يكون استثماراً خارجياً غير مباشر بالنسبة للفرد المستثمر، وإن كان مباشراً بالنسبة لشركة الاستثمار.

وللاستثمارات الخارجية مجموعة من المزايا، كما أن لها عيوباً أيضاً. ومن أهم مزاياها أنها توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمار ذات عائد مرتفع، كما أن تعدد هذه الأدوات يهيئ له توزيع مخاطر الاستثمار. من جانب آخر تتميز مجالات الاستثمار الأجنبية بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار المعروفة مثل: أسواق الأوراق المالية، وأسواق للسلع، وأسواق الذهب وأسواق العقار ... الخ. كما تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة وفعالة تيسر إيصال المعلومات المناسبة للمستثمر، هذا إضافة إلى خبرات متخصصة من المحللين الماليين والسماسرة.

لكن ومع المزايا الكثيرة المشار إليها أعلاه للاستثمارات الخارجية فإن بعض الاعتبارات التي لا بد من مراعاتها من قبل المستثمر. ولعل من أهمها واجب الشعور بالانتماء الوطني والذي يجعل المستثمر يميل بطبيعته إلى توظيف أمواله في مجالات الاستثمار المحلية وذلك في حدود طاقتها الاستيعابية، لأن العائد المرتفع على الاستثمارات الخارجية والذي يتوقعه المستثمر، يجب أن ينسيه العائد الاجتماعي المحقق من الاستثمارات المحلية والمتمثل في القيمة المضافة للناتج القومي والتي تنشأ عن هذه الاستثمارات.

والاعتبار الآخر الواجب مراعاته من قبل المستثمر في مجالات الاستثمارات الخارجية، هو ارتفاع درجة المخاطرة التي ترتبط باحتمالات تغير الظروف السياسية والاجتماعية، والقوانين الضريبية وارتفاع معدلات التضخم، وغيرها. ولعل من أهم هذه المخاطر ما يعرف بمخاطر تغير القوة الشرائية لوحدة النقد والتي تنشأ عن تقلب أسعار العملة الأجنبية.

- التبويب النوعي لمجالات الاستثمار

تبوب مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى: استثمارات حقيقية ، واستثمارات مالية.

- الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية Real or Economic Investments

يعتبر الاستثمار حقيقياً أو اقتصادياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي Real Asset كالعقار، والسلع، والذهب ... الخ. ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة ، أو في شكل خدمة.

فالعقار مثلاً أصل وكذلك السهم. لكن بينما يعتبر الأول أصلاً حقيقياً لا يعتبر الثاني كذلك بل يعتبر أصلاً مالياً. ذلك لأن السهم لا يرتب لحامله حق حيازة أصل حقيقي، وإنما هو ادعاء فقط Claim يرتب له الحصول على عائد من هذا الأصل، أما قطعة الورق التي تمثل السهم والتي يحوز عليها المستثمر، فهي في حد ذاتها بلا قيمة وإنما تستمد قيمتها الاقتصادية من قيمة الأصول الحقيقية للشركة مصدرة السهم. ويقوم مفهوم الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي على افتراض أن الاستثمار في الأصول الحقيقية هو فقط ما يترتب عليه خلق منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر، ومن ثم ثروة المجتمع، وذلك بما تخلقه من قيمة مضافة، لذا يطلق البعض على الاستثمارات الحقيقية أو

الاقتصادية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات ess
Investments. ويمكن القول من وجهة عامة بأن الاستثمارات الحقيقية
جميع مجالات الاستثمار المتعارف عليها وذلك فيما عدا الاستثمار في
المالية.

وإذا كان عامل الأمان هو من أهم مزايا الاستثمار في الأصول ال
فإن المستثمر فيها يواجه عدة مشاكل أهمها ما يلي:

- تختلف درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار بين أصل وآخر، لأ
الأصول تكون في الغالب غير متجانسة مما يزيد من صعوبة
تقييمها.
- بسبب عدم توفر سوق ثانوي فعّال لتداول هذه الأصول يكون الا
فيها في معظم الأحيان منخفض السيولة.
- يترتب على المستثمر فيها نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً فبالإ
إلى تكاليف الصفقات المالية وهي عادة مرتفعة توجد نفقات
والتخزين والصيانة... الخ.
- يتطلب الاستثمار فيها خبرة متخصصة وذات دراية بطبيعة الأص
الاستثمار.

٢ - الاستثمارات المالية

وتشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على
الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أ
أو شهادة إيداع ... الخ. والأصل المالي يمثل حقاً مالياً يخول لحامله ال
بأصل حقيقي Financial Claim on Real Asset ويكون عادة مرفقا
قانوني، كما يرتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأ
الحقيقية للشركة مصدرة الورقة المالية. أما ما يحدث في السوق ال
للاوراق المالية من عمليات بيع وشراء، فهو لا يعدو كونه عملية تحويل
يتخلى بموجبها البائع عن ملكية أصل هو الورقة المالية، مقابل حصول

ل آخر يتخلى عنه المشتري وهو النقود ثمن الورقة المالية. وخلال عملية
ل الورقة لا تنشأ أية منفعة اقتصادية إضافية أو قيمة اقتصادية مضافة للناتج
مي وذلك رغماً عن الارتفاع الذي قد يتحقق في سعر الورقة المالية.
لكن هناك حالات استثنائية يترتب فيها على الاستثمار في الأصول
لية قيمة مضافة. يحدث ذلك إذا ما أصدرت شركة صناعية مساهمة مثلاً
ما إضافية لتمويل عملية توسع محتملة فيها. فهذه العملية تحمل في ثناياها
ثماراً حقيقياً أو اقتصادياً، لأن الأموال التي ستحصل عليها الشركة من
صدار ستستخدمها في تمويل شراء أصول حقيقية جديدة (آلات ومعدات مثلاً)
هم بعد استخدامها في خلق منافع اقتصادية جديدة إما في شكل سلع وإما في
خدمات. ولكن ما يجب مراعاته هنا هو أن المدلول الاقتصادي للأسهم
صدرة ينتهي في السوق الأولية أي بعد الانتهاء من عملية الإصدار، أما جميع
يطرأ على الأسهم المصدرة من تداول في السوق الثانوي فيما بعد فسيدخل
باب الاستثمار المالي. وكما هو الحال في الأصول الحقيقية يوجد للاصول
ة مزايا وعيوب لعل أهمها المخاطرة التي تصاحب الاستثمار فيها، لكن
ايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير. وهذا ما جعل الأسواق المالية أكثر
لات الاستثمار استقطاباً لأموال المستثمرين أفراداً ومؤسسات. وسنتولى
ض هذه المزايا بالتفصيل في مكان لاحق.

: أدوات الاستثمار

خلال عرضنا لمجالات الاستثمار ذكرنا أن تلك المجالات تتيح للمستثمر
تلك مقابل المبلغ المستثمر أصلاً قد يكون حقيقيا (عقار، أو سلعة مثلاً)، أو
(سهم أو سند مثلاً). ويطلق على هذا الأصل مصطلح أداة الاستثمار
Investment I ، كما يطلق عليه البعض مصطلح واسطة الاستثمار
Investment Me. وأدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر في المجالات
مارية المختلفة هي من الكثرة لدرجة تجعل من الصعب عرضها جميعاً،
كتفي هنا بعرض أكثرها أهمية وهي على الترتيب: الأوراق المالية،

العقار، والسلع، والمشروعات الاقتصادية، والعملات الأجنبية، والمعـ
وصناديق الاستثمار.

١ - **الأوراق المالية:**

تعتبر الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحا
وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخر
وتختلف الأوراق المالية فيما بينها من عدة زوايا:

فمن حيث الحقوق التي ترتبها لحاملها منها ما هو أدوات ملكية uity
Instruments مثل الأسهم بأنواعها Stocks والتعهدات Warrants ، ك
أن منها ما هو أدوات دين Debt Instruments مثل السندات onds
وشهادات الإيداع Certificates of Deposit وغيرهما.

ومن حيث الدخل المتوقع منها، هناك أوراق مالية متغيرة الدخل كالس
الذي يتغير نصيبه من الربح Dividend من سنة لأخرى، ومنها ما هو ثـ
الدخل كالسند الذي يتحدد كوبونه بنسبة ثابتة من قيمته الاسمية.

كما تختلف الأوراق المالية في درجة الأمان التي يتوفر لحاملها. فالس
الممتاز مثلاً، يوفر لحامله أماناً أكثر من السهم العادي، ولكن أياً منهما أقل أم
من السند المضمون بعقار Mortgage لأن الأخير يوفر لحامله حق حـ
الأصل الحقيقي الذي يضمن السند في حالة توقف المدين عن الدفع.

مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية:

توفر الأوراق المالية للمستثمر مزايا متعددة من أهمها ما يلي:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتو
لأدوات الاستثمار الأخرى. فبجانب السوق الأولي لها imary
Market يوجد لها سوق ثانوي Secondary Market، كما يوجـ
أحياناً سوق ثالث، وسوق رابع.

وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية تـ
للأوراق المالية مرونة كبيرة في تداولها، فتزيد من درجة سيولة الأمـ
المستثمرة فيها.

تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة ...
تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى. اذ أن معظم صفقات ...
وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر
فتوفر على المستثمر كثيراً من النفقات الإضافية. هذا إضافة إلى ان
الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في
الأصول الحقيقية كالعقار والسلع.

تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس Homogenity ، فأسهم شركة
معينة أو سنداتها غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها. وهذا
يسهل من عملية تقييمها، ويسهل أيضاً من عملية احتساب معدل العائد
المحقق من كل ورقة مالية.

لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة يتوجب
توفرها في المستثمر، كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات
الأخرى. فالمستثمر في العقار مثلاً يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة
في مجال العقارات، كذلك الحال بالنسبة للمستثمر في مجالات الذهب،
أو السلع .. الخ. أما في سوق الأوراق المالية فيمكن للمستثمر وأياً
كانت إمكانياته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسيجد في هذا
السوق من المختصين الوسطاء والسماسرة من هم على استعداد لتقديم
المشورة له.

وبالمقابل هناك عيوب للاستثمار في الأوراق المالية أهمها ما يلي:

تنخفض درجة الأمان في الاستثمار في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة
في أدوات الاستثمار الأخرى. وهذه الخاصية ترتبط بطبيعة الورقة
المالية كأصل مالي لا أصل حقيقي، لذا فحيازة المستثمر للورقة المالية
لا توفر له درجة الأمان التي يوفرها له حيازة الأصل الطبيعي. لكن هذا
لا يمنع من وجود أوراق مالية مضمونة Secured Securities ...
لحاملها عنصر الأمن المطلوب ... من الأمثلة عليها ...
بعقار

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية لمخاطرة التقلبات الحا[...] القيمة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من النوع طويل ا[...] فالمستثمر الذي يشتري سنداً قيمته الاسمية ١٠٠ دينار أردني [...] بعد ١٠ سنوات مثلاً لا يضمن بقاء القيمة الشرائية للمبلغ المستثم[...] السند وهو ١٠٠ دينار على حالها بعد ١٠ سنوات بفضل آثار التـ[...] الاقتصادي.

٢ - العقـــار

تحتل المتاجرة بالعقارات المركز التالي للأوراق المالية في [...] الاستثمار ويتم الاستثمار فيها بشكلين، إما بشكل مباشر عندما [...] المستثمر بشراء عقار حقيقي (مبان، أراض)، وإما بشكل غير مبا[...] عندما يقوم بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثـ[...] بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار الـ[...] والمعروفة تحت مصطلح [...] Estate Investment Trusts واختصارها REITS. وتصدر هذه المؤسسات أوراقاً مالية غالبـ[...] تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد لشر[...] مباني أو شراء العقارات. ويلاقي الاستثمار في العقار اهتماماً كبيراً [...] قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو في السوق الأجنبي [...] تأسست في معظم الدول بنوك عقارية متخصصة في منح القـ[...] العقارية، كما تأسست فيها أيضاً مجموعة من الشركات الاسـ[...] المتخصصة بالعقارات.

ويتصف الاستثمار في العقار بوجه عام بالخواص التالية:

- يوفر الاستثمار في العقار للمستثمر درجة مرتفعة نسبياً من الأمان [...] تلك المحققة في الاستثمار في الأوراق المالية. ذلك لأن المستثمر [...] العقار يحوز أصلاً حقيقياً له مطلق الحرية بالتصرف فيه سواء بالبيـ[...]

بالتأجير، كما أن حيازة سندات عقارية مضمونة بعقار تهيء لحاملها الاستيلاء على الضمان في حالة توقف المدين عن سداد قيمة السند.

- يتمتع المستثمر في العقار في الأقطار التي تستوفي فيها ضريبة الدخل ببعض المزايا الضريبية التي لا يتمتع بها المستثمرون في المجالات الأخرى، فحملة السندات العقارية مثلاً يعفون من ضريبة الدخل المستحقة على فوائد سنداتهم.
- نظراً لأن مصادر الاستثمار في العقارات، خصوصاً متى كان المستثمر مؤسسة مالية هي من قروض طويلة الأجل، لذا فإن تكلفة تمويل هذه الاستثمارات تكون مرتفعة نسبياً. ومع ذلك يمكن لتلك المؤسسات تحقيق عوائد مرتفعة على استثماراتها في الأمد الطويل إذا استطاعت استغلال مزايا المتاجرة بالملكية Leverage .
- لا يتوفر للاستثمار في العقارات سوق ثانوي منظم كما يتوفر للأوراق المالية. من هنا فإن إمكانية تسويق العقارات ليست مرنة بالقدر الكافي مما يترتب عليه انخفاض نسبي في درجة سيولة الاستثمارات العقارية.
- تفتقر أدوات الاستثمار في العقارات إلى عنصر التجانس، لذا يلاقي المستثمر فيها مصاعب شتى سواء في عملية تقييمها، أو في احتساب معدلات العائد المحققة منها مما يتطلب من المستثمر في سوق العقار أن يكون متخصصاً وعلى دراية واسعة بمجالات الاستثمار فيه.

٣ - السلع Commodities:

تتمتع بعض السلع بمزايا اقتصادية خاصة تجعلها أداة صالحة للاستثمار لدرجة أن أسواقاً متخصصة (بورصات) قد تكونت للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية. لذا أصبحنا نسمع مثلاً عن وجود بورصة للقطن في مصر أو في نيويورك، وبورصة للذهب في لندن، وبورصة للبن في البرازيل، وبورصة للشاي في سيلان ... الخ. ويتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم العقود المستقبلية Future Contracts، وهي عقد بيع بين طرفين منتج السلعة ووكيل أو سمسار غالباً ما

يكون مكتب سمسرة، يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليمه كمية معينة من س... معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تأمين أو تغطية Margin تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد. وتشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالأور... المالية في كثير من الوجوه، إذ أن لكل منهما أسواقاً متماثلة إلى حد كبير في... عدا أن للأوراق المالية سوقاً ثانوياً لا يتوفر مثيل له للسلع، كذلك يتمـ... الاستثمار في السلع بدرجة عالية من السيولة كالاستثمار في الأوراق المالـ... كما أن أسعار كل منهما تكون معلنة في ا لسوق ولا تخضع لأية مساومة ... يحدث في مجالات الاستثمار الأخرى.

عموماً وحتى تتوفر لسلعة معينة سوق متخصصة لا بد من توفر ... أدنى من الشروط نلخصها فيما يلي:

- أن تكون السلع متجانسة.
- أن تكون قابلة للترتيب أو التصنيف في درجات أو أصناف حسـ... جودتها مثل قطن باب أول، وقطن باب ثاني، وذهب عيار ١٨ ، وذهـ... عيار ٢١، ...الخ.
- أن تسود سوق السلعة منافسة كاملة تحد من نشوء الاحتكار، وا... يتطلب وجود عدد كبير من البائعين والمشترين.
- أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية (الخام)، أو نصف المصنـ... فيما عدا بعض الحالات الاستثنائية كسبائك الذهب والفضة، والسـ... والنفط.

ويتم التعامل في سوق السلع في الغالب عن طريق مكاتب سمسـ... متخصصة Brokers تتولى تنظيم المتاجرة فيها. ويمكن تقسيم المستثمرين ... سوق السلع بوجه عام إلى فئتين: **الأولى** وتعرف بفئة الـ Hedges وتتكون ... أفراد يعملون في مهنة على صلة بالسلعة مجال الاستثمار. كالجزارين ... الذين يستثمرون جزءاً من أموالهم في تجارة المواشي لتأمين احتياجاتهم مـ... بدرجة أولى، ومن ثم بيع ما يزيد عن تلك الحاجة. أو تجار الذهب الذيـ... يستثمرون جزءاً من أموالهم في مناجم الذهب. أما **الفئة الثانية** وتعرف بفـ...

المضاربين Speculators فتضم أفراداً أو مؤسسات تحترف تجارة السلع بيعاً وشراءاً بقصد جني الربح.

وتتصف عملية المتاجرة بالسلع بشكل عام بالخواص التالية:

- درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في السلع تكون عالية نسبياً بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى. ذلك لأن قابلية السلع للتخزين محدودة وتتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة، وهذا ما يعرض المستثمر لاحتمالات الخسارة.
- يترتب على ارتفاع درجة المخاطرة في المتاجرة بالسلع نمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها. لذا للحد من هذه الظاهرة تضطر بعض الأقطار إلى سن قوانين خاصة تضع بموجبها حدوداً عليا وحدوداً دنيا لأسعار السلع لا يسمح بتجاوزها صعوداً أو هبوطاً في البورصة.
- الأفق الزمني للاستثمار في السلع قصير نسبياً بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى، فعمر العقد المستقبلي يحدد في العادة بسنتين كحد أقصى.
- تشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالعقار من حيث توفر الفرص الكبيرة للمتاجرة بالملكية، من هنا وبتوفر الخبرة المتخصصة يمكن لهذه الميزة أن تحقق للمستثمر في السلع عائداً مرتفعاً على استثماره.
- لا يتقاضى السمسار في بورصة السلع سوى عمولة واحدة على الصفقة الكاملة أي على عملية البيع والشراء. وهذا عكس ما يحدث في بورصة الأوراق المالية، حيث يتقاضى السمسار عمولتين أحدهما من البائع **والأخرى** من المشتري.

٤ – المشروعات الاقتصادية

تعتبر المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار انتش[...] وتتنوع أنشطتها ما بين صناعي وتجاري وزراعي ... الخ، كما أن منها [...] يتخصص بتجارة أو صناعة السلع، ومنها ما يتخصص بتجارة أو صنا[...] الخدمات. والمشروع الاقتصادي من أدوات الاستثمار الحقيقية لأنه يقوم ع[...] أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات، ووسائل النقل، والأفراد العا[...] ...الخ، كما أن تشغيل هذه الأصول معاً يؤدي إلى إنتاج قيمة مضافة تزيد [...] ثروة المالك وتنعكس في شكل زيادة على الناتج القومي.

وللاستثمار في المشروعات الاقتصادية مجموعة من الخص[...] نوجزها بما يلي:

- يحقق المستثمر في المشروعات الاقتصادية عائداً معقولاً ومستمراً. [...] يعتبر المشروع الاقتصادي من أنسب أدوات الاستثمار ذات الد[...] المستمر.
- يتوفر للمستثمر في المشروعات الاقتصادية هامش كبير من الأمان [...] أي مستثمر يحوز أصلاً له قيمة بحد ذاتها، ولذا فإن درجة المخا[...] المرتبطة بحدوث خسارة رأسمالية تكون منخفضة إلى حد كبير.
- توفر المشروعات الاقتصادية للمستثمر ميزة المواءمة أو الملاءمة [...] يختار المستثمر من المشروعات ما يتناسب مع ميوله وتخصصه.
- يتمتع المستثمر في المشروعات الاقتصادية بحق إدارة أصوله. وي[...] بإدارتها إما بنفسه كما هو الحال في المشروعات الفردية أو الخاصة [...] يفوض الغير بإدارتها كما هو الحال في الشركات المساهمة.
- يؤدي الاستثمار في المشروعات الاقتصادية دوراً اجتماعياً أكبر مما [...] في أوجه الاستثمار الأخرى. لأن المشروعات الاقتصادية تنتج سل[...] خدمات تحقق إشباعاً حقيقياً لأفراد المجتمع، هذا إضافة إلى أن [...] المشروعات توظف الجزء الأكبر من العمالة الوطنية وبالتالي تش[...] مصدراً رئيسياً لدخولهم.

- لكن من أهم عيوب الاستثمار في المشروعات الاقتصادية هو انخفاض درجة سيولة رأس المال المستثمر. فالأصول الثابتة في هذه المشروعات خصوصاً الصناعية والزراعية منها تشكل الجانب الرئيسي من رأس المال المستثمر، وهي أصول غير قابلة للتسويق السريع فيما لو أراد المستثمر تسييلها.

٥ - العملات الأجنبية Foreign Currencies

تحوز أسواق العملات الأجنبية على اهتمام قسم كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر. حيث تنتشر هذه الأسواق في شتى أنحاء العالم مثل: لندن، وباريس، وفرانكفورت، وطوكيو، ونيويورك وغيرها.

ويتميز سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية بعنصرين:

العنصر الأول: حساسيته المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية مما يزيد من درجة مخاطرة الاستثمار فيه. ولعل من أهم أنواع المخاطرة التي يتعرض لها سوق العملات الأجنبية هي: مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر السيولة، ومخاطر الائتمان.

أما العنصر الثاني: فهو أنه سوق يفتقر الى الاطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية بل يتم التعامل فيه بواسطة أدوات الاتصال الحديثة.

وتتأثر أسعار العملات الأجنبية بمجموعة من العوامل يمكن تصنيفها بشكل عام في مجموعتين هما:

أ - **العوامل الاقتصادية والسياسية** Economical & Political Factors

وتنطوي تحتها العناصر التالية:

- الظروف الاقتصادية للدولة.
- وضع ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة.
- سوق الاستيراد والتصدير.
- القروض الدولية والمساعدات الخارجية.

- السياسات الضريبية واسعار الفائدة.
- الدورات الاقتصادية.
- حرية التحويل للخارج.
- الأحداث السياسية.
- ظروف التضخم والانكماش الاقتصادي.

ب - **عوامل فنية** Technical Factors

- ظروف السوق النقدي وظروف المتعاملين فيه.
- العرض والطلب من العملات الأجنبية.
- التغيرات في أسواق المال الأخرى وفي سوق النقد.

ويتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية بموجب سعرين هما:

١ - **سعر الصرف الآني (الفوري)** Spot Exchange Price
ويستخدم في إبرام صفات شراء أو بيع عملات أجنبية بنفس السـ السائد بتاريخ عقد الشراء والبيع.

٢ - **سعر الصرف المؤجل أو الآجل** Forward Exchange Price
ويستخدم عند إبرام عقود صفقات شراء أو بيع عملات أجنبية تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد.

وقد جرت العادة على وجود هامش Margin بين سعر الصرف الآ أو الفوري، وسعر الصرف الآجل يتوقف مداه على عدة عوامل مثل:

- التوقعات المستقبلية لاتجاه الأسعار.
- أسعار الفائدة وتوقعاتها.
- طول الفترة الزمنية بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ وضعه موضع التنفيذ

ونظراً للمخاطر الكبيرة المحيطة بأسعار الصرف يلجأ كثيراً المتعاملون في أسواق العملات الأجنبية إلى استخدام عقود الخيارات Option Contracts كوسيلة من وسائل التحوط والحماية Hedging من هذه المخاطر.

ويلعب تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية سواء مقابل العملة المحلية، أو مقابل العملات الأجنبية الأخرى دوراً كبيراً في تحديد مكاسب أو خسائر الاستثمار في العملات الأجنبية. سواء بالنسبة للمتعاملين في سوق الصرف الأجنبي، أو بالنسبة لأصحاب المحافظ الدولية.

ويحدد سعر صرف العملات المحلية في كثير من الدول خاصة النامية منها كالأردن، على أساس ما يعرف "**بسلة العملات**". وتحدد هذه السلة عادة من قبل البنك المركزي من مجموعة من العملات الأجنبية وبأوزان نسبية مختلفة يتم تغييرها من وقت لآخر.

وفيما يلي نموذج لبناء سلّة عملات مكونة كاحتياطي للدينار عمودها الفقري الدولار الأمريكي.

دينار/دولار = أ + ب* (استرليني/دولار) + ج* (مارك/دولار) + د * (ين/دولار).

ومدلول النموذج أعلاه أن قيمة العملة المحلية وهي الدينار، مربوطة بسلة عملات تشمل الدولار، والاسترليني، والمارك، والين. وهذه السلة مشكلة بأوزان نسبية متفاوتة من العملات لكن الدولار يشكل الوزن النسبي الأكبر فيها.

المقادير: أ ، ب ، ج ، د فتعكس على التوالي الأوزان النسبية لتلك العملات.

بناء عليه إذا ارتفع الدولار مثلاً مقابل الجنيه الاسترليني والعملات الأخرى في سوق الصرف الأجنبي، سينعكس هذا الارتفاع على سعر الدينار بصورتين هما:

انخفاض سعر الدينار مقابل الدولار ولكن بنسبة أقل من نسبة ارتفاع الدولار مقابل الجنيه الاسترليني والعملات الأخرى في السلّة.

ب - ارتفاع سعر الدينار مقابل الجنيه الاسترليني والعملات الأخرى بالنسبة للدولار ولكن بنسبة أقل من نسبة ارتفاع سعر الدولار مقابل الجنيه الاسترليني وتلك العملات.

لكن يحدث العكس بالطبع لو حدث انخفاض في سعر الدولار مقابل الجنيه الاسترليني والعملات الأخرى. وبذلك تخدم سلّة العملات العملة المحلية في توفير نوع من التوازن في تقلب أسعار صرفها تجاه العملات الأجنبية.

ويمكن قياس سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى بالمعادلات التالية:

$$\text{سعر الدينار / الاسترليني} = \frac{\text{الدينار / الدولار}}{\text{الاسترليني / الدولار}}$$

$$\text{الدينار / المارك الألماني} = \frac{\text{الدينار / الدولار}}{\text{المارك / الدولار}}$$

مثال:

لنفرض أن سعر الدولار ارتفع مقابل الجنيه الاسترليني في أسواق العملات الأجنبية بنسبة ١٠% وذلك في وقت كان فيه:

الدولار / الدينار	=	٦٥٠ فلساً لكل دولار.
الدولار / الاسترليني	=	٠,٦٠٠ جنيه استرليني لكل دولار.
الاسترليني / الدينار	=	١,٠٨٠ دينار لكل جنيه استرليني.

فإن تقلب سعر الدولار مقابل الاسترليني سينعكس في السوق المحلي على كل من سعر الدولار مقابل الدينار الأردني وكذلك على سعر الاسترليني مقابل الدينار على النحو التالي:

سعر الدولار / الاسترليني = ٠,٦٦٠ جنيه لكل دولار وذلك بزيادة قدرها ١٠% .

في حين سيؤدي ذلك أيضاً إلى انخفاض سعر صرف الدينار مقابل الدولار ولكن بنسبة أقل من ١٠% ولنقل (٨%) مثلاً ليصبح ٧٠٢ فلساً لكل دولار.

كما أن سعر صرف الدينار مقابل الاسترليني سيرتفع ولكن أيضاً بنسبة أقل من ١٠% . إذ سيصبح سعره الجديد $\frac{٧٠٢}{٦٦٠}$ = ١,٠٦٤ دينار لكل جنيه استرليني .

٦ - المعادن النفيسة

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والبلاتين ...الخ مجالاً للاستثمارات الحقيقية. وقد شهدت أسعار المعادن النفيسة تقلبات حادة في الآونة الأخيرة. ففي حين وصل سعر الذهب ذروته في بداية الثمانينات، عاد وانخفض بحدة خصوصاً عند تصاعد دور الدولار كملاذ آمن للمستثمرين وذلك بعد أن كان الذهب يقوم بهذا الدور.

وتتواجد للمعادن النفيسة كما للأوراق المالية أسواق منظمة لعل أهمها على التوالي: سوق لندن، وسوق زيورخ، ثم سوق هونغ كونغ.

ويتخذ الاستثمار في المعادن النفيسة عامة والذهب منها على وجه الخصوص صوراً متعددة منها:

- الشراء والبيع المباشر.
- ودائع الذهب Gold Deposits التي تودع في البنوك ولكن بفوائد منخفضة نسبياً.
- المقايضة أو المبادلة بالذهب Gold Swaps على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.

٧- صناديق الاستثمار

صندوق الاستثمار Fund هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار مثلاً) وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم

توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها ع مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طري الاستفادة مـــن مزا التنويع Diversification ، ومراعاة ما يعرف بقاعدة الرجـل الحريـص The Prudent Man Rule وذلك في إدارة موجودات الصندوق.

وبالمفهوم أعلاه يعتبر صندوق الاستثمار أداة مالية لكن وبحكـم تـ الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق يكون أداة استثمار مركبة. ويمـ صندوق الاستثمار عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعاً وشراء، كما يمكن بـ تكوين صناديق استثمار عقارية تمارس المتاجرة بالعقار.

ولعل من أكبر المزايا التي تحققها صناديق الاستثمار، هي أنـها تـ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بـــأن يقوم بتسليم مدخراتهم تلك لمجموعة من الخبراء المحترفين الذين يتولـــون إدار مقابل عمولة معينة. هذا ومع أن تجربة تكوين صناديق الاســـتثمار هـــي ف الأردن حديثة العهد نسبياً، إلاّ أن الأعوام الأخيرة خصوصاً عـــام ٩٧ شـ إقبالاً ملحوظاً على تكوين مثل تلك الصنـــاديق كتلـــك التـــي طرحتـــها بعـ المصارف مثل: البنك العربي، بنك الإسكان، البنك البريطاني ...الخ.

الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار

يختلف الهيكل التنظيمي لصندوق الاســـتثمار حســـب تنـــوع أغـراض الصندوق وكذلك تبعاً لحجم استثماراته، ثم وفقاً لشروط عقد تكوينه. لكن يمكـ بوجه عام تمييز الوظائف الرئيسية التالية فيه:

١ – مدير الصندوق Fund Manager

يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصـــة. ويمكـ للمدير أن تسند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صنـاد الاستثمار.

ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته للصنـــدوق عمولـــة أو أتعـا يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة (نسبة مئوية معينة) من القيمـ البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق Net Assets Value.

ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصنـــدوق وحدات استثمارية أو شهادات استثمار.

٢ – أمين الاستثمار Fund Custodian

وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات الســـمعة الجيدة، والمركز المالي المتين. ويتولى أمين الاستثمار مـــهام الإشـــراف علـــى الصندوق ومراقبة أعمال المدير. لذا يعتبر بمثابة الوكيل عـــن حملـــة شـــهادات الاستثمار. ويتقاضى أمين الصندوق هو الآخر عمولة تحدد في صـــورة (نســـبة مئوية) من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق.

٣ – وكيل البيع Dealer

هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شـــهادات الاســـتثمار التي يصدرها الصندوق. ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار مـــن تلك الخاضعة لرقابة البنك المركزي.

٤ – الهيئة الاستشارية Consultants

وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصيـــن فـــي الاســـتثمار والتحليـــل المالي، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصـــح والمشـــورة لـــه فـــي إدارة الصندوق وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة. ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

أنواع صناديق الاستثمار

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار تصنيفـــات مختلفـــة بموجـــب أســـس مختلفة.

فحسب أغراض المستثمرين فيها تقسم صناديق الاستثمار إلـــى أربعـــة أنواع مختلفة على النحو التالي:

- صناديق النمو **Growth Funds**

وهي صناديق تكوّن بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق. أي بعبارة أخرى لا يكون الهدف من إنشائها الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو المضاربة الهادفة إلى الاستفادة من التقلبات الحادثة في أسعار الأدوات الاستثمارية فيها والتي غالباً ما تكون أسهم ذات مخاطرة مرتفعة.

- صناديق الدخل **Income Funds**

تتجه أهداف هذا النوع من الصناديق نحو الحصول على عائد مستمر للأدوات الاستثمارية في الصندوق. لذا تتجه إدارة الصندوق هنا نحو الاستثمار في إصدارات الشركات المستقرة ذات الجدوى الاقتصادية خصوصاً الأسهم الممتازة والسندات.

- صناديق الدخل – رأس المال **Income-Capital Funds**

وهي صناديق تجمع بين أهداف النوعين السابقين، لذا تسمى الصناديق المتوازنة Balanced Funds . فتوجه استثماراتها نحو النوعين باتباع مبدأ التنويع.

- صناديق متخصصة **Specialized Funds** .

وهي نوع من الصناديق يتخصص في المتاجرة بالأوراق المالية الصادرة عن شركات صناعية معينة، مثل صناعة النفط، أو صناعة الكمبيوتر، أو شركات الخدمات ... الخ.

من جانب آخر يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب حركة رؤوس أموالها وبالتالي حسب نظم الاسترداد المطبقة فيها إلى نوعين هما:

- **الصناديق المقفلة أو المغلقة Closed End Funds**

يكتسب هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأسماله بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه. بمعنى أنه وبمجرد انتهاء الاكتتاب الأولي في الصندوق، لا يجوز لإدارة الصندوق أن تطرح حصصاً أو أسهماً إضافية بقصد

زيادة رأس المال، كما لا يّجوز لها بالمقابل تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منه إلا عند تصفية الصندوق. لكن خاصية ثبات رأسمال الصندوق لا تمنع تداول أسهم أو حصص الصندوق في السوق المالي.

وقد جرت العادة على إعلان كل من عمر الصندوق وعدد الأسهم أو الحصص فيه ضمن نشرة الاكتتاب التي تعلن عند الشروع في تأسيس الصندوق. كما يمنح كل مساهم فيه "شهادة" توضح عدد وقيمة مساهمته فيه.

- **الصناديق المفتوحة Opened End Funds**

نشأ هذا النوع من الصناديق بعد النوع الأول (الصناديق المقفلة) وقد اكتسب تسميته من كونه مفتوح في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. لذا يكون رأسمال هذا النوع من الصناديق متغيراً وليس ثابتاً كما هو الحال في النوع الأول.

بناء عليه يكون لمدير الصندوق الحق في أن يطرح أسهماً أو حصصاً جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولي، كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه وفي أي وقت يراه أن ينسحب من الصندوق حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم فيه حينئذ عن طريق الاسترشاد بمؤشر القيمة السوقية لصافي الأصول (Net Assets Value) والمحدد في تاريخ الإطفاء.

هذا ويمكن لصناديق الاستثمار من كلا النوعين المفتوح والمغلق أن تبيع أسهمها أو حصصها مباشرة إلى العملاء وبذلك توفر عليهم دفع عمولة الوسيط، لكن في أغلب الأحيان تبيعها لهم عن طريق وكلاء أو وسطاء وبالتالي تضيف هامشاً معيناً للقيمة السوقية الصافية (NAV) للسهم أو الحصة وذلك مقابل تلك العمولة.

كما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لعنصر الأمان الموفر للمساهمين فيها إلى نوعين هما:

* **صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون Capital Guaranteed Funds**

يطرح هذا النوع من الصناديق لنمط معين من مستثمرين وهـم ع... المحافظون تجاه عنصر المخاطرة Risk Averters. إذ يوفر للمساهم فيه م... لا توفرها له الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار ألا وهي ميزة المحاف... على رأس المال. بمعنى أن مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المس... برأسماله الأصلي المدفوع في الصندوق متحملاً بذلك وحده مخاطر الخس... التي قد تصيب رأسمال الصندوق وذلك مقابل حصوله على عمولة بنسبة معين... إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه ... مصطلح نقطة القطع Bench – Mark . وقد أصدر البنك العربي في الأ... خلال عام ١٩٩٧م سلسلة متتالية من هذا النوع من الصناديق ضمن فيـ... للمستثمر رأسماله الأصلي وذلك مقابل حصول البنك على ٣٠% من العا... المحقق زيادة عن الـ Bench – Mark ولتكن مثلاً ٧,٥% سنوياً. هذا يعني أنه إذا بقي العائد السنوي المحقق للصندوق في حدود ٧,٥% يكون جميعه مـ... حق المستثمر. أما إذا تجاوز العائد هذه النسبة وليكن ١٢% مثلاً، حينئذ يـوز... الفرق وهو ٤,٥% بين المساهم والبنك بنسبة ٧٠% ، ٣٠% على التوالي.

* **صناديق الاستثمار غير المضمونة Unguaranteed Funds**

ويقصد بها ذلك النوع من الصناديق الذي يكون مستوى المخاطر... بالنسبة للمساهم فيها مطلقاً وبدون حدود. أي أن المساهم فيها ليس معرّضـ... لخسارة العائد فقط، بل يكون الاحتمال قائماً لأن يفقد كل رأسماله أو جز... منه. ويساهم في هذا النوع من الصناديق المستثمرون المضاربون الذيـن يحسبون للمخاطرة حساباً سعياً وراء تحقيق عوائد غير عادية على استثماراتهم.

أسس تقييم وحدات الاستثمار

يتم تقييم وحدات الاستثمار أو الحصص دورياً، وفي الغالب مرتين في العام الأولى في منتصف العام والثانية في نهايته. ويتم تحديد قيمة وحدة الاستثمار على أساس نصيبها من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق (Nav) بتاريخ التقييم.

وتتمثل صافي أصول الصندوق عادة بالقيمة الإجمالية لموجوداته محسوبة بالقيمة السوقية أو العادلة مطروحاً منها القيمة الإجمالية لالتزاماته. أما صافي الربح أو الخسارة المحقق فيتمثل بالفرق بين صافي أصول الصندوق في بداية العام وصافي أصوله بتاريخ التقييم.

قيمة وحدة الاستثمار = القيمة السوقية لصافي الأصول (NAV) / عدد وحدات الاستثمار

صافي ربح (خسارة) الصندوق = القيمة السوقية لصافي الأصول في نهاية العام – القيمة السوقية لصافي الأصول في بداية العام

مثال:

كونت شركة الاستثمارات الأردنية صندوقاً استثمارياً وأسندت إدارته إلى بنك الادخار والاستثمار، مقابل عمولة سنوية بنسبة ١% من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق تدفع على قسطين في ٣٠ حزيران ، ٣١ كانون الأول من كل عام عندما يجري تقييم الوحدات الاستثمارية. وقد أصدرت الشركة للمساهمين ١٠ ملايين وحدة استثمارية في صورة شهادات استثمار القيمة الاسمية لكل منها ١٠ دنانير.

وفيما يلي معلومات توفرت من دفاتر مدير صندوق بنك الادخـ[ار] والاستثمار:

١ - القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق كانت على النحو التالي:

في ١٩٩٢/١/١ ١٠٢ مليون.

وفي ١٩٩٢/٦/٣٠ ١٠٨ مليون.

وفي ١٩٩٢/١٢/٣١ ٩٥ مليون.

٢ - عدد الوحدات الاستثمارية في:

١٩٩٢/٦/٣٠ ١٠ ملايين وحدة.

١٩٩٢/١٢/٣١ ٩ ملايين وحدة علماً بأن مليون وحـ[ـدة] استثمارية كانت قد استردت في ١٩٩٢/٧/١م.

٣ - نفقات إدارة الصندوق خلال عام ١٩٩٢ كانت على النحو التالي:

٢٢٠ ألف نفقات بحوث ، ٣٠٠ ألف نفقات تشغيل ، ٢٨٠ ألف نفقـ[ـات] إدارية أخرى.

المطلوب:

١ - تحديد قيمة الوحدة الاستثمارية في ٩٢/٦/٣٠ ، ٩٢/١٢/٣١ .

٢ - تحديد صافي ربح أو صافي خسارة الصندوق خلال عام ١٩٩٢.

٣ - تحديد قيمة الأتعاب السنوية التي يتقاضاها مدير الصندوق مقابل إدار[ته] للصندوق. وتحديد صافي الأرباح أو الخسائر التي حققها من خلا[ل] الإدارة.

<u>الحـــل:</u>

١ - قيمة الوحدة الاستثمارية:

في ١٩٩٢/٦/٣٠ = ١٠٨٠٠٠٠٠٠ / ١٠٠٠٠٠٠٠ = ١٠,٨٠٠ دينار/ للوحد[ة]

في ١٩٩٢/١٢/٣١ = ٩٥٠٠٠٠٠٠ / ٩٠٠٠٠٠٠ = ١٠,٥٥٥ دينار/ للوحد[ة]

٢ - **صافي ربح الصندوق**

لتحديد صافي ربح الصندوق خلال عام ٩٢ يتطلب الأمر تحديده على مرحلتين:

من ١٩٩٢/١/١ - ١٩٩٢/٦/٣٠ =

١٠٨٠٠٠٠٠٠ - ١٠٢٠٠٠٠٠٠ = ٦٠٠٠٠٠٠ دينار صافي ربح الصندوق.

ومن ١٩٩٢/٦/٣٠ - ١٩٩٢/١٢/٣١

يتطلب الأمر أولاً تحديد القيمة العادلة لصافي الصندوق بعد رد مليون وحدة استثمارية.

١٠٨٠٠٠٠٠٠ - (١٠٠٠٠٠٠ × ١٠,٨) = ٩٧٢٠٠٠٠٠

إذن يحدد صافي الربح (الخسارة) المحقق خلال تلك الفترة بالمعادلة التالية:

٩٥٠٠٠٠٠٠ - ٩٧٢٠٠٠٠٠ = ٢٢٠٠٠٠٠ دينار (صافي الخسارة).

وعلى هذا الأساس فإن جملة الأرباح المحققة خلال العام:

٦٠٠٠٠٠٠ - ٢٢٠٠٠٠٠ = ٣٨٠٠٠٠٠ دينار.

٣ - **أتعاب المدير**

القسط الأول في ١٩٩٢/٦/٣٠

١٠٨٠٠٠٠٠٠ × ١/١٠٠ × ٦/١٢ = ٥٤٠٠٠٠ دينار

القسط الثاني في ١٩٩٢/١٢/٣١

٩٥٠٠٠٠٠٠ × ١/١٠٠ × ٦/١٢ = ٤٧٥٠٠٠ دينار

صافي الربح (الخسارة) التي حققها المدير.

جملة الأتعاب - جملة النفقات.

(٥٤٠٠٠٠ + ٤٧٥٠٠٠) - (٢٢٠٠٠٠ + ٣٠٠٠٠٠ + ٢٨٠٠٠٠)

صافي الربح = ١٠١٥٠٠٠ - ٨٠٠٠٠٠ = ٢١٥٠٠٠ دينار.

أسئلة وتطبيقات الفصل الرابع

١ – فرق بين مجال الاستثمار وأداة الاستثمار بأمثلة.
٢ – عدد أسس تبويب أو تصنيف الاستثمارات، أعط أمثلة.
٣ – اشرح مزايا وعيوب الاستثمارات الخارجية.
٤ – فرق بين أداة الاستثمار الحقيقية، وأداة الاستثمار المالية وعدد مزايا وعيوب كل منهما مع أمثلة.
٥ – متى تلجأ الشركة إلى إصدار أدوات الدين، وما مزايا ومخاطر هذا النوع من التمويل؟
٦ – للاستثمار في الأوراق المالية مخاطر، وكذلك الحال بالنسبة للاستثمار في العقار. عدد أهم هذه المخاطر.
٧ – ماذا يقصد بالعقد المستقبلي لدى الاستثمار في السلع، وما المزايا التي يوفرها للمستثمر؟
٨ – للاستثمار في المشروعات الاقتصادية مزايا لكل من الفرد المستثمر وكذلك للمجتمع. عدد أهم هذه المزايا.
٩ – توصف العملات الأجنبية بأنها أداة استثمار حساسة جداً للمخاطر، اشرح هذه العبارة موضحاً أهم العوامل التي تؤثر على تقلب أسعار صرفها.
١٠ – ما مزايا ربط سعر صرف العملة المحلية بسلة من العملات؟ فسر إجابتك بالتطبيق على حالة الدينار الأردني.
١١ – ما صور الاستثمار في المعادن النفيسة؟
١٢ – ما دور كل من مدير صندوق الاستثمار، وأمين الاستثمار؟
١٣ – عدد أهم أنواع صناديق الاستثمار.
١٤ – لو عينت مديراً لصندوق الاستثمار، عدد أهم أدوات الاستثمار التي ستستخدمها في الصندوق لتشكيل صندوق متوازن.
١٥ – ماذا يقصد بالصندوق المقفل، والصندوق المفتوح؟

١٦ – بسبب ظهور علامات ضعف في الاقتصاد الأمريكي انخفض سعر الدولار مقابل المارك بنسبة ٨%. في وقت كان فيه سعر الدينار الأردني تجاه العملات الأجنبية كما يلي:

المارك / الدينار	=	٠.٤٢٠ دينار لكل مارك.
المارك / الدولار	=	٠.٦١٠ دولار لكل مارك.
المارك / الإسترليني	=	٠,٣٨٠ جنيه لكل دولار.

فإذا علمت بأن سعر صرف الدينار الأردني مربوط بسلة عملات تعتبر العملات الثلاث عناصر فيها بأوزان متفاوتة يشكل الدولار الوزن النسبي الأكبر منها.
فسر الآثار المتوقعة لهذا الانخفاض على سعر صرف الدينار الأردني تجاه كل من الدولار، والجنيه الإسترليني والمارك الالماني.

١٧ – كونت مجموعة من المستثمرين صندوقاً استثماريا مشتركاً، وأسندت إدارته إلى الشركة المتحدة للأوراق المالية وذلك مقابل أتعاب سنوية بنسبة ٢% من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق تدفع على قسطين نصف سنويين في ٦/٣٠، ١٢/٣١ من كل عام.
وقد أصدرت الشركة للمساهمين في الصندوق ٥ مليون وحدة استثمارية ممثلة بشهادات استثمار القيمة الاسمية لكل منها ١٠ دنانير. وفيما يلي معلومات من دفاتر الشركة المتحدة عن الصندوق:

١ – القيمة السوقية (العادلة) لصافي أصول الصندوق في ١٩٩٢/٣/١ (٥٣) مليون دينار. وفي ٩٢/٦/٣٠ (٦٣) مليون. وفي ١٩٩٢/١٢/٣١ (٦٠) مليون.
٢ – عدد الوحدات الاستثمارية في ١٩٩٢/٣/١ (٥) مليون وفي ١٩٩٢/٦/٣٠ (٤،٥) مليون، وفي ١٩٩٢/١٢/٣١ (٤،١) مليون.
٣ – عدد الوحدات الاستثمارية التي ردت في ١٩٩٢/٦/٣٠ (٥٠٠) ألف وحدة، وفي ٩٢/١٢/٣١ (٤٠٠) ألف وحدة أخرى.

٤ – جملة نفقات إدارة الصندوق خلال عام ٩٢ بلغت ٧٠٠ دينار.

<u>المطلوب:</u>

١ . تقييم الوحدة الاستثمارية في الصندوق في ٦/٣٠ ، ٩٢/١٢/٣١.
٢ . تحديد نتيجة أعمال الصندوق للفترة المنتهية في ٩٢/١٢/٣١ .
٣ . تحديد صافي ربح أو خسارة الشركة المتحدة في إدارة الشركة لعام

الفصل الخامس

إدارة المحافظ الاستثمارية

ولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية.

نياً: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى.

لثاً: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

بعاً: استخدام مبدأ التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية.

مساً: التنبؤ بمخاطرة المحفظة الإستثمارية باستخدام معامل (بيتا)

دساً: عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية.

بعاً: أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحفظة.

نا: أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية.

عاً: المحافظ الدولية.

١٠ – ماذا يقصد بتأثير الإدارة في تحسين أداء المحافظ الاستثمارية، وما [...] العوامل التي تنتج عن هذا التأثير؟

١١ – توفرت لك المعلومات التالية عن أربع محافظ استثمارية:

المحفظة	ع* (%)	خ* (σ)
أ	٦	٧
ب	٥	٤
جـ	٨	٦
د	١٢	٩

فإذا توفرت لك المعلومات الإضافية التالية عن أداء تلك المحافظ.

١ – عائد الاستثمار عديم المخاطرة ٦,٥% .

٢ – معادلة خط السوق ع* = ٦,٥ + ٠,٥ خ*

في ضوء المعلومات السابقة قدم تقريراً مفصلاً عن أداء مدراء المحـ[...] الأربع السابقة.

١٨ – عدد أهم المحافظ الدولية، وما أهم أدوات الاستثمار المستخدمة فيها

١٩ – يدير جمال محفظة دولية موزعة أصولها جغرافياً على مجموعـة [...] الأدوات المقومة بالعملات الأجنبية حسب الجدول التالي:

العملة	الوزن النسبي
دولار أمريكي	٠,٠٥
جنيه استرليني	٠,١٥
مارك ألماني	٠,١٠
ين ياباني	٠,١٢
فرنك سويسري	٠,١٣

فإذا انخفض الدولار مقابل جميع العملات الأجنبية الأخرى بنسـ[...] فيما عدا المارك الألماني الذي ارتفع مقابله بنسبة ٥%.

وقد انعكس ما سبق على سعر صرف هـذه العمـلات مقـابل الدينـار الأردني على النحو الموضح في الجدول التالي:

العملة	التغير في سعر صرف العملات الأجنبية مقابل الدينار الأردني
الدولار	-٠,٠٥
جنيه استرليني	-٠,٠٤
مارك ألماني	+٠,٠٢
ين ياباني	-٠,٠٣
فرنك سويسري	-٠,٠٣

المطلوب:

تحديد آثار تقلب أسعار الصرف السابقة على قيمة أصول المحفظة.

الفصل السادس
أسواق المال

أولاً: مفهوم السوق المالي

- مستويات كفاءة السوق المالي

١ - المستوى القوي

٢ - المستوى شبه القوي

٣ - المستوى الضعيف

ثانياً: تعريف كفاءة السوق المالي

ثالثاً: لمحة عامة عن سوق عمان المالي

رابعاً: أركان السوق المالي

أ - فئة المقرضين أو المستثمرين

ب - فئة المصدرين أو المقترضين

جـ - فئة الوسطاء:

١ - السماسرة.

٢ - صناع السوق.

٣ - المتعهدون بتغطية الإصدارات الأولية.

خامساً: أنواع أسواق المال

١ - الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

٢ - أسواق الدين وأسواق الملكية.

٣ - أسوا ق القروض وأسواق الأوراق المالية.

٤ - أسواق النقد وأسواق رأس المال:

١ - أسواق النقد.

٢ - أسواق رأس المال.

٣ - مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات.

الفصل السادس

أسواق المال

كنا قد تعرضنا في فصل سابق لأدوات الاستثمار فبيّنا أنها من الممكن أن تكون أصولاً حقيقية كالذهب، والعقار، والمشروعات الاقتصادية ...الخ، كما يمكن أن تكون أصولاً مالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. ونظراً للأهمية الكبيرة التي تحتلها الأسواق المالية في عصرنا الحاضر، فقد قررنا أن نفرد لها فصلاً مستقلاً في الكتاب نعرض فيه جميع جوانبها بالتفصيل. وعلى هذا الأساس سنتولى هنا شرح مفهوم الأسواق المالية وأركانها الأساسية، ونتولى لاحقاً شرح أنواع هذه الأسواق وعرض مزايا أدوات الاستثمار المستخدمة في كل نوع منها.

أولاً: مفهوم السوق المالي

يستمد السوق المالي Financial Market مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام. فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد، ولارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم.

وقد تطور مفهوم السوق في العصر الحديث من جوانب عدة. فمن جانب، لم يعد السوق محصوراً في إطار مكاني محدد. بمعنى أن مواصفات المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون في السوق لتبادل السلع وأن كان شرطاً مكملاً يزيد من كفاءة وفعالية السوق إلا أن المكان في حد ذاته ليس شرطاً أساسياً لوجود هذا السوق، إذ يمكن للسوق أن يوجد بدون حيز مكاني محدد، بل يكفي مجرد تواجد وسيلة اتصال فعالة بين البائع والمشتري لوجود هذا السوق. ومن جانب آخر، تميل الأسواق الحديثة إلى طابع التخصص من حيث أنواع أدوات الاستثمار المتداولة خلالها، إذ صار من المألوف مثلاً أن نجد سوقاً كبيراً

ومنظماً يتخصص في بيع سلعة معينة مثل سوق للذهب، وسوقاً للتحف، وسوقاً للحبوب، وسوقاً للأوراق المالية..الخ وقد أدى طابع التخصص هذا إلى نشوء فئات متخصصة من الأفراد والمؤسسات المتعاملة في هذه الأسواق ليس فقط في مجال المتاجرة، بل أيضاً في مجال القيام بدور الوساطة كسماسرة أو وكلاء.

ومع أن أسواق الأوراق المالية هي بالقياس إلى أسواق السلع الأخرى حديثة العهد نسبياً، إلا أنها سبقت غيرها من الأسواق سواء من حيث تنظيمها أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، وذلك بسبب ضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق. وقد تزايد الدور الاقتصادي لأسواق الأوراق المالية والتي يطلق عليها مصطلح بورصات ولدرجة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم. وأهم البورصات العالمية بورصة نيويورك والمعروفة عالمياً باسم الوول ستريت، وبورصة لندن وبورصة طوكيو، وبورصة امستردام، وبورصة سنغافورة، وبورصة سنـ... وغيرها.

أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد منها مثلاً سوق عمان المالي، وبورصة الأوراق المالية بالقاهرة، وسوق الإمارات للأوراق المالية، وسوق البحرين للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية كما يتواجد أيضاً مثيلاً لها في كل من تونس والكويت ولبنان والمملكة العربية السعودية.

في إطار المفهوم السابق يمكن تعريف السوق المالي بما يلي:

"السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".

وبالمفهوم أعلاه يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح لعملية التبادل أن تتم فيه بين البائعين والمشترين، وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما، أو بطريقة غير مباشرة عبر التلكس أو التليفون، أو

البريد أو الكمبيوتر. كذلك ليس بالضرورة أن يكون جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية مالكين للأوراق أو ممن يسعون إلى تملكها، بل يمكن أن تكون من بينهم فئة يقتصر دورها على إدارة وتنظيم عملية التبادل، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين. ويطلق على هذه الفئة مصطلح الوسطاء Intermediaries وهم السماسرة Brokers والوكلاء Dealers .

ونظراً للمرونة الكبيرة التي يتسم بها السوق المالي اتسع نطاق هذا السوق كما زاد عمقه. فأصبحنا نسمع مثلاً عن وجود أسواق مالية محلية وأخرى إقليمية وثالثة عالمية. لأنه في ظل التقدم الهائل المحقق في وسائل الاتصالات الحديثة من جهة، ونظراً لسهولة تبادل الأوراق المالية من جهة أخرى، أصبح أمراً يسراً لمن يتعامل بها وفي أية بقعة في العالم أن ينجز وفي دقائق معدودة، صفقات مالية ضخمة في الأسواق المالية العالمية بواسطة جهاز التلكس أو التليفون أو الإنترنت وهو جالس بمكتبه.

لكن الأسواق المالية مثلها مثل الأسواق الأخرى، تتفاوت فيما بينها في مستوى الفاعلية والكفاءة وذلك تبعاً لتفاوت الإمكانات والتسهيلات المادية والبشرية المتاحة لكل منها. ويتفق الباحثون في مجال الاستثمار على وجود مؤشرين هامين يصلح استخدامهما كمقياس لكفاءة السوق المالي.

أولهما: انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي، ويقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية Transaction Costs وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشراً على الكفاءة الداخلية للسوق المالي Internal Effeciency .

وثانيهما: سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة فيه للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه. وتعتبر هذه الخاصية مؤشرا للكفاءة الخارجية للسوق المالي External Effeciency.

وتوفر الخاصيتان السابقتان للسوق المالي مرهون بتوفر مجموعة من الشروط من أهمها ما يلي:

١- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

ويحقق هذا الشرط السوق المالي ما يعرف بخاصيتي العمق والاتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين يتوفر السوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضاً ما يعرف بخاصية الاستجابة Reseliancy التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

٢ - أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه. وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق. وبتوفر خاصية السيولة في السوق المالي، تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة. كما أن توفر هذه الخاصية يوفر السوق المالي ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه Price Continuity والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

٣ - أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة، وموقوتة، وطازجة، حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل. وتتخذ هذه المؤشرات صوراً متعددة سبقت الإشارة إليها، وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

٤ - توفر عنصر الشفافية Transparency ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات Insiders .

وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج. كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية ربع أو نصف سنوية عن نشاطها خلال العام.

٥- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض اوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

٦- كما يشترط أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق. ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوو خبرة ثانياً، يعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين، وبما يزيد من فاعلية السوق المالي.

فلوائح معظم البورصات العالمية المنظمة تنص على وجوب توفر حد أدنى من الشروط في الشركات المساهمة التي يسمح بتداول أسهمها في تلك البورصات. فبورصة نيويورك على سبيل المثال تشترط في الشركة المساهمة التي يسمح لأسهمها بالتداول فيها أن لا تقل جملة الأصول الملموسة فيها عن ١٨ مليون دولار، وأن لا تقل القيمة السوقية لأسهمها عن ١٨ مليون دولار. وأن لا يقل صافي ربح العام الذي تطلب فيه الإدراج عن ٥ر٢ مليون دولار وعن ٢ مليون في العامين السابقين على أن لا يقل عدد أسهم رأسمالها المملوكة Outstanding Shares من قبلها في تاريخ التداول عن ٧٠٠ ألف هم، وعلى أن لا يقل عدد المساهمين فيها ممن يملكون ١٠٠ سهم فأكثر عند هذا التاريخ عن ٢٠٠٠ مساهم. وهذا شرط هام يوفر للسوق خاصية العمق والاتساع التي سبق وأشرنا إليها. وفي نفس السياق وضعت التعليمات الصادرة عن (لجنة إدارة سوق عمان المالي) في ١٩٩١/٣/٣١ مجموعة من الشروط المطلوبة في الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق. ومن أهم هذه الشروط أن لا يقل رأس مال الشركة عن ١٠٠ ألف دينار، دفع ٥٠% منه على الأقل، كما أن يكون قد نشرت تقريرين ماليين سنويين على الأقل، وبأن يكون قد تم التعامل بأسهمها لمدة عام على الأقل في السوق الموازي.

ثانيا : فرضية السوق المالي الكفوء The Efficient Financial Market Hypothesis:

تلقى هذه الفرضية اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين في مجال الأسواق المالية، وقد اختلفت بشأنها وجهات نظرهم. فمن وجهة نظر، وهذه يتبناها خبراء المال والمحللون الماليون، ترى بأنه ليس بمقدور كل شخص استيعاب البيانات والمعلومات المتاحة التي يوفرها السوق المالي، وإنما توجد فئة محددة بعينها قادرة على دراسة وتحليل هذه المعلومات بكفاءة تفوق غيرهم وبطريقة تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية. وتعتبر هذه الأرباح غير العادية بمثابة مكافأة خاصة لهم مقابل خبرتهم المتفوقة في اكتشاف أوراق مالية يكون سعر التداول أقل من قيمتها الحقيقية. وهكذا يتمكنون عن طريق حيازتها من تحقيق مثل هذه الأرباح.

أما وجهة النظر الأخرى فيتبناها المحاسبون، وذلك استناداً إلى ما يعرف لديهم بنظرية الوكالة Agency Theory. إذ تنص هذه النظرية ضمن ما تنص عليه، على أن رقم الربح يظهر البيانات المالية لشركة المساهمة بالقيمة التي تريد إدارتها أن تظهر به. من هنا تميل إدارات شركات المساهمة إلى التلاعب بأرقام الربح المعلنة في البيانات المالية لما فيه مصلحتها، تلك المكافأة التي تتقاضاها على أتعابها مرتبطة بتلك الأرقام. ويمكنها إحداث مثل هذا التلاعب عن طريق ما يعرف بإجراءات المحاسبة الخلاقة مثل التغيير في السياسات المحاسبية المتبعة في إعداد تلك البيانات، ومنها الطرق المتبعة في استهلاك الأصول الثابتة، أو طرق تقييم المخزون ... الخ. مما يترتب عليه أن تصبح الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق، لا تعكس حقيقة المعلومات المحتواه في البيانات المحاسبية، وبذلك يمكن تضليل المستثمرين المتعاملين في هذا السوق.

١ - مستويات كفاءة السوق المالي

حيث أن مفهوم كفاءة السوق المالي ليس مفهوماً مطلقاً وإنما مفهوم نسبي يتحدد بمدى وطبيعة العلاقة القائمة بين الأسعار المتداولة فيه من جهة

والمعلومات المتاحة المتعاملين فيه عن الشركات المدرجة من جهة أخرى، لذا يمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية في ثلاثة مستويات هي:

أ - المستوى القوي Strong Form

وفق هذا المستوى من الكفاءة، يوفر السوق المالي للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة فيه وسواء كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة. أي بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة Public بحيث لا تتوفر الفرص لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات Insiders من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية. هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفراً)، لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمها. وبالتالي تنتفي الحاجة حينئذ لوجود المحللين الماليين.

لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماماً من ناحية واقعية قدرة البعض على تحقيق الأرباح الاستثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل. لكن مع ذلك فإن تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة وذلك إذا ما استمر هؤلاء في ممارسة لعبتهم.

ب - المستوى شبه القوي Semi – Strong Form

وفق هذا المستوى تعكس الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق كل المعلومات المحتواه في البيانات المالية المنشورة، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة والمتوفرة عن الأسعار نفسها.

لذا تبقى في مثل هذه الظروف البعض دون غيرهم فرصة الاستفادة من معلومات غير منشورة وتحليلها بكيفية تحقق لهم المجال لجني أرباح استثنائية وذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات المشار إليها سابقاً.

ج – المستوى الضعيف Weak Form

وفق هذا المستوى من الكفاءة لا تعكس الأسعار المتداولة في السوق إلا أسعارها الماضية أو التاريخية فقط لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف لأن يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين هما: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة أكبر من كفاءة غيرهم. لذا يتسع المجال في هذا النوع من الأسواق المالية لعمل المحللين الماليين لأنهم بما أوتوا من خبرة وتأهيل، سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنونهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم.

٢ – تعريف كفاءة السوق المالي

بعد أن عرضنا المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالي، يمكننا في ضوء ذلك تعريف كفاءة السوق المالي بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه. وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة Function للمعلومات المتاحة. وعلى هذا الأساس فإن معلومات مختلفة توفر للمتعاملين في السوق تؤدي إلى تقلب الأسعار.

وبالمفهوم السابق فإن كفاءة السوق المالي ليست مرادفاً لنشاطه لأن نشاط السوق ليس مرتبطاً بالأسعار السائدة فيه، وإنما مرتبط بحجم التداول. ولكي يكون السوق المالي كفوءاً لا بد من توفر شرطين على الأقل هما:

- أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه المنشورة وغير المنشورة.
- أن تعكس تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة.

وتنعكس آثار فرضية السوق المالي على الآلية التي تحكم حركة الأسعار فيه على النحو التالي:

١- أن أسعار الأوراق المالية في السوق تستجيب بسرعة وبدون تحيز لأية معلومات جديدة تصل إلى المتعاملين فيه، فتتحرك هذه الأسعار صعوداً وهبوطاً وفقاً لتفسير المتعاملين في السوق لتلك المعلومات.

٢- بناء لما تقدم تصبح الأسعار السوقية للأوراق المالية أفضل مؤشر لتقييم هذه الأوراق، وعليه تنتفي الحاجة لتقييمها بأسلوب آخر غير سعر السوق.

٣- إن السعر السائد لورقة مالية متداولة في السوق تعكس فقط درجة المخاطرة المنتظمة للشركة المصدرة لتلك الورقة، في حين لا تعكس درجة المخاطرة غير المنتظمة. ولذا فإن تنويع محفظة الأوراق المالية يمكن فقط من تخفيض المخاطر غير المنتظمة.

- أثبتت الدراسات الميدانية التي أجراها بعض الباحثين في الأسواق المالية بأن تلك الأسواق تمكنها في كثير من الأحيان أن تتوقع المعلومات المحتواه في التقارير المالية قبل نشرها رسمياً. مما يعني وجود مصادر بديلة للمعلومات غير البيانات المالية المنشورة.

- كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، تقل الفرص للحصول على أرباح استثنائية لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية فيه سيتطابق أو على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمتها الاقتصادية. وعليه فإن سوقاً مالياً يتمتع بالكفاءة المطلقة ستنتفي فيه إطلاقاً الفرص لتحقيق أرباح استثنائية. لكن نظراً لأن احتمالات تمتع السوق بالكفاءة المطلقة ضئيلة جداً في الحياة الواقعية، لذا تبقى الفرص متاحة لدى البعض لتحقيق مثل هذه الأرباح وذلك وفقاً لما يعرف بنظرية

المشي العشوائي Random Walk Theory، والتي تنص "... الأسعار السوقية للأوراق المالية تتذبذب حول قيمها الاقتصادية ... عشوائي مهما بلغت درجة كفاءة السوق".

٦ - كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، يكون ذلك في صالح المس... العادي غير المحترف، لأن الأسعار السائدة فيه ستعكس في مثل ... الظروف وبقدر كاف جميع المعلومات المتاحة في السوق وذلك بس... توفر عنصر الشفافية فيه.

ثالثاً: لمحة عامّة عن سوق عمان المالي

أنشئ هذا السوق عام ١٩٧٦ بموجب قانون مؤقت رقم (٣) لسوق ع... المالي. وذلك بعد دراسة مستفيضة لجدواه الاقتصادية تمت مشاركة بين البن... المركزي الأردني ومؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي:

وينضوي في عضوية هذا السوق كل من:

١ - البنك المركزي الأردني.
٢ - البنوك المرخصة غير الأردنية.
٣ - مؤسسات الإقراض المتخصصة.
٤ - الشركات المساهمة العامة الأردنية ممن يبلغ رأسمالها ١٠٠ ألف دين... وأكثر.
٥ - شركات الوساطة.

وبموجب القانون المؤقت للأوراق المالية رقم ٢٣ لعام ١٩٩٧ تتول... إدارة السوق (لجنة إدارة) يعينها مجلس الوزراء بتنسيب من وزير الماليـ... وتتكون هذه اللجنة من ثمانية أعضاء على النحو التالي:

١ - المدير العام للسوق (رئيساً).
٢ - مراقب الشركات في وزارة التجارة والصناعة (عضواً).
٣ - ممثل عن البنك المركزي (عضواً).
٤ - ممثل عن البنوك المرخصة غير الأردنية ومؤسسات الإقرا... المتخصصة (عضواً).

٥ - ممثل عن الشركات المساهمة العامة الأعضاء في ... (عضواً).
٦ - ممثل عن غرفة صناعة عمان (عضواً).
٧ - ممثل عن اتحاد الغرف التجارية الأردنية (عضواً).
٨ - ممثل عن جمعية وسطاء سوق عمان المالي (عضواً).

وتمتد مدة العضوية في لجنة الإدارة لمدة ٣ سنوات ... لمدة مرة واحدة.

وقد حددت مهام لجنة إدارة السوق بموجب النظام ... على النحو التالي:

١ - رسم السياسات العامة للسوق وخططه وأهدافه.
٢ - إقرار التعليمات التي يضعها المدير العام لتنظيم ... شؤونه.
٣ - وضع شروط ومتطلبات إدراج الشركات المتداولة ... السوق.
٤ - تحديد عدد الوسطاء وشروط قبولهم.
٥ - تحديد أجور الوسطاء.

ويتألف سوق عمان المالي من جزءين رئيسين ه...:

١ - السوق الأولي Primary Market أي سوق الإ...
٢ - السوق الثانوي Secondary Market والذي ... ي:

١/٢ السوق النظامي (البورصة) ويتمثل بذلك ... السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة الت... الشركات المدرجة في السوق وفق الشروط المحد... ـة إدارة السوق.

وتخضع البورصة لإشراف هيئة الأوراق ... ترتبط مباشرة برئيس الوزراء. كما تتمتع بشـ... ـة لها استقلال مالي وإداري ويديرها مجلس ... سبقت الإشارة إليه وذلك بالإضافة لمدير تنفيذي ... الأوراق المالية

٢/٢ السوق الموازي ويتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يشـ... التعامل بأسهم شركات لا تلبي تماماً شروط الإدراج في السو... النظامي. وذلك بقصد توفير السيولة الملائمة لهذه الشركات قبل إدراجها في السوق النظامي.

٣/٢ سوق السندات.

٤/٢ التحويلات خارج القاعة.

ويوفر سوق عمان المالي للمتعاملين فيه بيانات إحصائية مستمرة تمكنهم من استنباط بعض المؤشرات الملائمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية . ومن ... البيانات على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

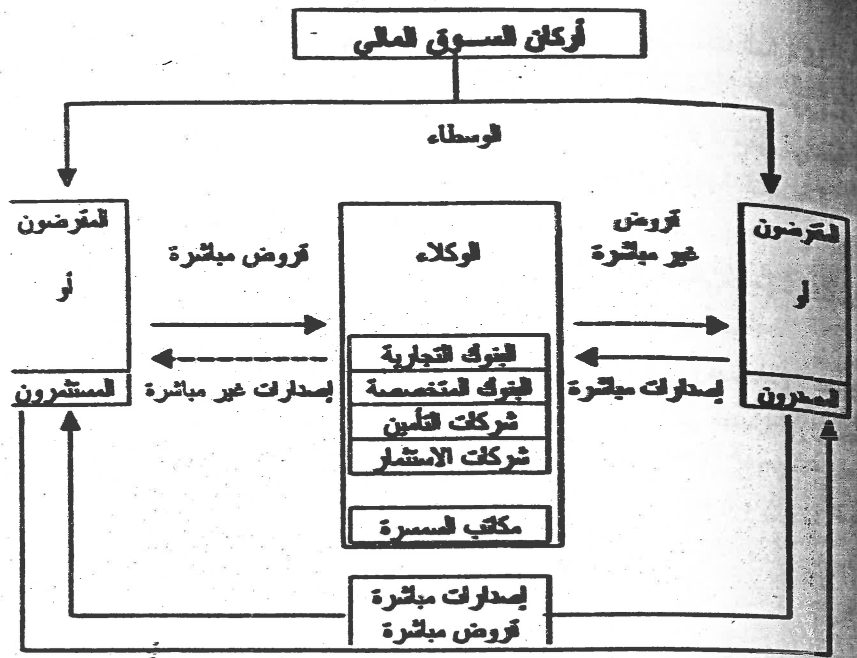
١ – نشرة يومية عن أسعار الأسهم المتداولة في السوقين النظامي والموازي تنشر في الصحف اليومية.

٢ – دليل سوق عمان المالي الذي يصدر سنوياً شاملاً المؤشرات المالية المتعلقة بأداء كل شركة من الشركات المدرجة من السوق.

٣ – مجموعة أخرى من النشرات الدورية تشمل إحصائيات ورسوم بيانية متنوعة عن حجم التداول والأرقام القياسية للأسعار وكذلك عن نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول.

رابعاً : أركان السوق المالي:

في شرح أركان السوق المالي سنبدأ بتحليل دوره كوسيلة تيسر عملية انسياب الأموال ممن يملكونها ويرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لـ... الأموال ويرغبون في الحصول عليها. وكما يوضح الشكل التالي رقم (٦-١) تنساب الأموال من المقرضين أو المستثمرين إلى فئة المصدرين أو المقترضين إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة عبر فئة الوسطاء.



شكل رقم (٦-١)

من الشكل السابق يتضح أن الأركان الأساسية للسوق المالي تقوم على ثلاث فئات هي:

أ- فئة المقرضين أو المستثمرين.

ب- فئة المصدرين أو المقترضين.

ج- فئة الوسطاء.

أ- فئة المقرضين أو المستثمرين

تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي إما في عمليات إقراض مباشرة أو في المتاجرة بالأوراق المالية.

ومما يجدر ذكره هنا هو أنه وإن كان بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية والمتخصصة، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار أن تقـــوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار. ذلك لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها.

وأياً كانت صفة المقرض أو المستثمر في السوق المالي، ومهما اختلفت أداة الاستثمار التي يستخدمها فإنه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها:

معدل العائد المتوقع على الاستثمار، وعامل الأمان، وعـــامل السيولة وتاريخ الاستحقاق. وقد عالجنا جميع هذه العوامل بإسهاب في الفصل الأول عندما شرحنا للمبادئ العامة التي يقوم عليها قرار الاستثمار.

ب – فئة المقترضين أو المصدرين

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات الذين تقـل دخولـهم النقديـة عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع. ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريق الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا كان يشترط في المصـــدر أن يكون مؤسسة مالية أو هيئة حكومية فإنه يمكن للمقترض أن يكون فرداً مثلما يمكن أن يكون مؤسسة. ومتى اتخذ الدين في السوق المالي صورة القرض المباشر، من الضروري أن تثبت في العقد المبرم بين المقرض والمقترض جميـــع الشروط الأساسية للقرض كقيمته الاسمية، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقســاط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

لكننا هنا نقصر حديثنا على عملية إصدار الأوراق الماليـــة باعتبارها المصدر الرئيسي للتمويل في الأوراق المالية المعاصرة. وينضوي تحـــت فئة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية مجموعة مختلفة من المؤسسات والهيئات الأهلية والحكومية. إذ يمكن أن تكون الدولة نفسها أو هيئة من هيئاتها كالبلدية

أو أذونات الخزينة. كما يمكن أن يكون المصدر شركة أهلية ليتخذ الإصدار في هذه الحالة إما صورة السندات أو صورة الأسهم العادية أو الممتازة.

وتختلف أنواع الإصدارات باختلاف الزاوية التي تنظر من خلالها إلـــى الإصدار. وعليه يمكن تقسيم إصدارات الأوراق المالية على النحو التالي:

١ – إصدارات أهلية وإصدارات حكومية
Domestic (Business) Vs Governmental Issues

من زاوية طبيعة الجهة المصدرة للورقة المالية يكون الإصـــدار أهليـاً متى كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة مساهمة أو بنك تجـــاري مثلاً ويكون حكومياً متى كانت جهة الإصدار هيئة حكوميـــة كالبلديـــة، أو إدارة البريد مثلاً. ونذكر مرة أخرى هنا في أنه بينما تنحصر الإصدارات الحكوميـــة في أدوات الدين مثل السندات بأنواعها وأذونات الخزينة، تشـــمل الإصـــدارات الأهلية أدوات الدين وأدوات الملكية أي السندات بأنواعها والأسهم بأنواعها.

٢ – إصدارات أولية وإصدارات موسمية Initial Vs Seasonal Issues .

إذا ما نظرنا إلى الإصدار من زاوية غرضه، فإن الإصدار الـــذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي يعتبر إصداراً أولياً، بينما تســـمى جميع الإصدارات التالية والتي تهدف إما إلى زيادة رأس مال الشـــركة أو إلـــى التوسع في إصدارات موسمية. فمثلاً لو أسست شركة مساهمة برأســـمال قـــدره ٣٠ مليون دينار وأصدرت بالمبلغ ٣٠ مليون سهم القيمة الاسمية لكل منها دينار أردني واحد، تعتبر جميع هذه الأسهم إصداراً أولياً. ولكن إذا مـــا رغبـــت إدارة الشركة بعد مضي ٥ سنوات مثلاً في زيادة رأسمالها إلـــى ٥٠ مليـــون دينـــاراً وأصدرت لهذا الغرض ٢٠ مليون سهماً إضافياً يقال عـــن الأســـهم الإضافيـــة الجديدة بأنها إصدار موسمي.

٣ - إصدارات دين وإصدارات ملكية Debt Vs Equity Issues

من زاوية الحقوق المترتبة على الإصدار بالنسبة للمستثمر، يعتبر الإصدار ديناً متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حق الدائنية وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين. ويعتبر الإصدار حق ملكية متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك في جهة الإصدار. لذا من الطبيعي أن تنعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار بينما تنعكس القيمة الإسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة في رأس المال

٤ - إصدارات مسجلة (اسمية) وإصدارات لحامله

Registered Vs Bearer Issues

تقسم الإصدارات من حيث شكل الصك المصدر إلى إصدارات اسمية وأخرى لحامله. ويكون الإصدار اسمياً متى تم تسجيل اسم المستثمر على الصك، ويكون لحامله متى كان مغفلاً أي خالياً من اسم المستثمر وإنما يحمل عبارة (لحامله). ومتى كان الصك المصدر اسمياً فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لا بد وأن يكون من قبل الشخص المثبت اسمه عليه، أما إذا كان لحامله فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أياً كانت طريقة حيازته له. من هنا وبهدف توفير عنصر الحماية والأمان لحقوق المستثمر فإن الإصدارات الاسمية هي الأكثر شيوعاً إلا في حالات استثنائية ومتى كان الهدف تحقيق مرونة كبيرة في تداول الورقة المالية لتوفير عنصر السيولة، فحينئذ تصدر لحامله كما يحدث في أذونات الخزينة الأمريكية مثلاً.

٥ - إصدارات قصيرة الأجل وإصدارات طويلة الأجل

Short-term Vs Long-term Issue

إذا ما كان أجل استحقاق Maturity الورقة المالية هو محل الاعتبار تقسم الإصدارات المالية إلى قصيرة الأجل وطويلة الأجل. وينطبق هذا التقسيم

على أدوات الدين، أما أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) فالوفاء بها غير مرهون بأجل بل تبقى ما بقيت الشركة المصدرة لها قائمة.

ومن المتعارف عليه في الأسواق المالية اعتبار الأوراق المالية التي يستحق أجلها في حدود العام إصداراً قصير الأجل، وأحسن مثال عليها شهادات الإيداع وأذونات الخزينة. أما إذا زاد أجل الورقة المالية المصدرة عن عام واحد يكون الإصدار حينئذ طويل الأجل، ومن الأمثلة عليها السندات الحكومية.

٦- إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة

Secured Vs Unsecured Issues

إذا ما نظرنا إلى الإصدار من زاوية الضمان Security المرافق له لتأمين حقوق المقرض، يكون الإصدار مضموناً متى أرفق الإصدار بضمان يأخذ في الغالب صورة أصل حقيقي ثابت كالمعدات، والعقارات، وذلك بقصد تأمين حق المقرض في الحصول على الدين وفوائده. ويترافق شرط الضمان عادة مع إصدارات الدين خصوصاً متى كانت من النوع طويل الأجل كالسندات العقارية Mortages أما السندات العادية Debentures فتصدر عادة بدون ضمان، والميزة الوحيدة الموفرة لحاملها هي في حصوله على حق الأولوية في اقتسام تفليسة المدين بالنسبة لبقية الدائنين العاديين.

ومن الجدير بالذكر أن إصدارات حق الملكية كالأسهم، لا يمكن أن تعتبر مضمونة لأن حامل السهم يعتبر مالكاً للشركة المصدرة وبالتالي لا يستساغ منه أن يطلب منه ضمان حقوقه فيها.

٧- إصدارات محلية وإصدارات أجنبية Domestic Vs Foreign Issues

إذا ما كان النطاق الجغرافي للإصدار محلاً للاعتبار تقسم الإصدارات تبعاً لموطن جهة الإصدار إلى محلية وأجنبية. وعليه يكون الإصدار بالنسبة للمستثمر في الأردن مثلاً محلياً. إذا كانت الجهة مصدرة الأوراق المالية شركة

أو هيئة تقيم في الأردن أما لو قامت إحدى شركات الاستثمار الأردنية بإدارة إصدار لإحدى المؤسسات الأجنبية بالسندات المقومة أو المحررة بالدينار الأردني فيقال عن هذا الإصدار حينئذ بأنه (إصدار دولي أو أجنبي).

جـ - الوسطاء Intermediaries

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته. وتضم قائمة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي: السماسرة، وصانعو الأسواق، ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.

وقد حددت المادة (٩) من قانون سوق عمان المالي رقم (١) لسنة ١٩٩٠ مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الوسيط: من هذه الشروط مثلاً إذا كان شخصاً طبيعياً:

١ - أن يكون أردني الجنسية لا يقل عمره عن ٣٠ سنة.
٢ - أن لا يقل رأسماله عن ١٠٠٠٠ دينار أردني.
٣ - أن لا يكون قد أعلن إفلاسه أو قد حكم بجنحة أو جناية.
٤ - أن يقدم كفالة مالية لا تقل عن ١٠٠٠٠ دينار أردني.

أما إذا كان شخصاً معنوياً فيجب أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط منها:

١ - أن يكون شركة عادية أو مساهمة لا يقل رأسمالها المدفوع عن ... دينار أردني وأن لا تقل مساهمة الأردنيين فيها عن ٥١% من رأس المال.
٢ - أن تقدم لأمر لجنة السوق ضمانة مالية لا تقل عن ١٠٠٠٠ دينار أردني.
٣ - أن يكون مديرها حائزاً على شهادة الدراسة الثانوية الأردنية أو ما يعادلها على الأقل وأن يكون قد عمل في مؤسسات مالية أو مصرفية لفترة لا تقل عن ٥ سنوات.

كما حددت المادة (٨) من القانون نفسه مهام الوسطاء حسب فئاتهم على النحو التالي:

١ - إذا كان وسيطاً بالعمولة، تتحدد مهمته في شراء أو بيع الأوراق المالية لصالح العميل وبناء لأوامر محددة منه وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق.
٢ - وإذا كان وسيطاً يشتري ويبيع لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص فهو يقوم حينئذ بدور صانع الأسواق.
٣ - ويمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة، وبذلك يشكل حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة كالأسهم والسندات، وبين الجمهور عامة وذلك مقابل عمولة تحدد في اتفاقية التغطية، والتي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدار. تجدر الإشارة هنا إلى أن الوسيط الذي يقوم بدور المغطي للإصدارات الجديدة يلعب دور الوكيل Dealer الذي يتعهد بتسويق الإصدار الجديد. لكنه يمكن أن يقصر دوره في حدود بيع أو تسويق هذه الإصدارات وذلك دون أن يضمن تغطيتها وذلك إذا ما تم الاتفاق على ذلك في شروط الاتفاقية.
٤ - كما يمكن للوسيط أيضاً خصوصاً إذا ما كان مؤهلاً لذلك أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية، وتغلب على الوسيط الذي يقوم بهذا الدور أن يكون شركة استثمار.

أما طبيعة وحدود الاستشارة التي يقدمها للعميل فتتوقف على شروط الاتفاقية. وفي هذا المجال يوجد نوعان من الاتفاقيات هما:

أ - الاتفاقية الاستشارية:

ويمارس الوسيط بموجبها دور المستشار بالنسبة للعميل فيتعهد بالإشراف المستمر على استثماراته. كما يمكن لدوره أن يتخطى ذلك إلى تقديم توصيات محددة بشأن أوجه الاستثمار المناسبة وكذلك بشأن

سياسات استثمارية محدده دون أن يصل دوره في ذلك إلى دور متخذ القرار.

ب - اتفاقية إدارية:

ويمارس الوسيط بموجبها مسؤولية إدارة محفظة العميل وذلك في إطار استراتيجية الاستثمار الخاصة بالعميل. ويلاحظ هنا بأن دور الوسيط سيتعدى دوره في ظل الاتفاقية الاستشارية إذ يمكن لاختصاصاته هنا أن تصل إلى دور عقد الصفقات الخاصة لمحفظة العميل سواء بالشراء أو بالبيع.

ويتقاضى الوسيط مقابل خدماته للعميل عمولة تحدد فئاتها بمعرفة مدير السوق، ويتقاضاها إما من البائع، أو من المشتري، أو من كليهما معاً إذا ما قدم خدماته للطرفين معاً في عملية تداول واحدة. ويتم تقاضي هذه العمولة بنسب محددة وفقاً لنظام الشرائح التالية وذلك بالنسبة لصفقات الأسهم، وذلك حسب لوائح سوق عمان المالي:

الشريحة الأولى بنسبة ٦,٥ بالألف على الأسهم المباعة أو المشتراة بقيمة في حدود ٢٠ ألف دينار.

أما الشريحة الثانية وهي بنسبة ٠,٥ بالألف فيتقاضاها على صفقات الأسهم التي تتجاوز قيمتها ٢٠ ألف دينار.

أما بالنسبة لصفقات السندات، فيتقاضى الوسيط عمولة بنسبة ٣ بالألف من القيمة السوقية للسند ويتقاضاها من كل من البائع والمشتري.

ونظراً لتزايد أهمية دور الوسطاء في تنشيط الأسواق المالية، فقد أصبح لهم جمعيات مهنية ترعى شؤونهم وتراقب أعمالهم وذلك على نمط الجمعيات المهنية الخاصة بمدققي الحسابات، وقد تأسست أول جمعية لوسطاء سوق عمان المالي في عام ١٩٨٣. كما تصدر الجمعيات المهنية للوسطاء مواثيق لسلوكيات المهنة تنص فيما تنص عليه على بعض القواعد الواجب مراعاتها من قبل الوسيط للحفاظ على شرف المهنة. ومن هذه القواعد مثلاً:

١- أن يحرص الوسيط على إنجاز الصفقات المالية التي يتوسط فيها على أرضية البورصة On The Floor وليس خارجها.

٢- أن يتعهد بالحفاظ على سرية معلومات العميل.

٣- أن يتعهد بعدم جني أرباح سرية من الصفقات التي ينفذها للعميل عن طريق بيعها أو شرائها بأسعار مخالفة لتلك المعلنة.

٤- أن يلتزم بعدم قيامه بدور السمسار والوكيل معاً وذلك لقطع الطريق عليه للقيام بصفقات لحسابه الخاص.

٥- الاحتفاظ بسجلات ودفاتر منظمة حسب الأصول على أن تخضع جميعها لمراقبة الجهات المختصة بالسوق.

أنواع الخدمات التي يقدمها الوسطاء:

يمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسطاء للمتعاملين في السوق المالي بشكل عام في ثلاثة أنواع هي:

أ - السمسرة.

ب - صناعة الأسواق.

جـ - التعهد بتغطية الإصدارات.

أ - السمسرة:

عندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار Broker ، يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل. وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر والتي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما:

١- سعر التنفيذ: ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيعاً أو شراء.

٢- وقت التنفيذ: ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.

ووفقاً لما تقدم تتخذ تلك الأوامر صوراً كثيرة لكننا سنكتفي هنا بعرض أكثرها شيوعاً وهي:

١) الأمر السوقي The Market Order

حسب هذا النوع من الأوامر ينفذ الأمر بمجرد استلامه من العميل وبموجب أفضل سعر يتوفر بتاريخ التنفيذ.

٢) الأمر المحدد The Limited Order

تختلف طبيعة هذا الأمر حسب نوع القيد الذي يضعه العميل على السمسار. إذ يشمل هذا القيد سعر التنفيذ فقط أو وقت التنفيذ فقط أو كليهما معاً.

فإذا اقتصر القيد على سعر التنفيذ فقط، فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد في الأمر ويكون مسؤولاً عن عدم التنفيذ إذا أخل بهذا الشرط.

أما إذا اقتصر القيد على وقت التنفيذ، فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ الأمر وبأفضل سعر يتحقق حينئذ في التاريخ المحدد للتنفيذ أو خلال الفترة المتفق عليها وذلك حسب شروط الأمر.

وقد يشمل القيد سعر التنفيذ ووقته معاً بمعنى أن الأمر الذي يصدره العميل للسمسار يحدد فيه سعر معين للتنفيذ خلال فترة زمنية معينة. وفي هذه الحالة يكون السمسار ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى سعر التنفيذ خلال الفترة الزمنية المحددة. أما إذا لم يتحقق ذلك فيعتبر الأمر لاغياً ولا يتحمل السمسار أية مسؤولية.

٣) أمر التوقف أو الإيقاف Stop Order

يطبق هذا النوع من الأوامر وفق صيغتين:

الصيغة الأولى والتي تطبق على عمليات بيع الأسهم يلجأ إليها المستثمرون لضمان تحقيق حداً معقولاً من الأرباح عندما يكون اتجاه حركة الأسعار هابطاً ويطلق على هذه الصيغة مصطلح Stop Loss Order.

فمثلاً لو أن أحد المستثمرين لديه سهماً عادياً كان قد اشتراه بسعر ٥٠ بينما السعر السوقي السائد للسهم حالياً هو ٨٠ دينار ونظراً لتخوفه من هبوط محتمل في السعر يصدر أمراً للسمسار بصيغة تضمن له حداً أدنى من الأرباح ومن ثم تجنبه خسارة كبيرة محتملة. لذا يصدر الوسيط أمراً بالصيغة التالية مثلاً:

"بع إذا بلغ السعر السوقي للسهم ٦٠ ديناراً"

وفي هذه الحالة يكون الوسيط ملزماً بالتنفيذ بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى ٦٠ دينار ومن ثم لا تقع عليه أي مسؤولية إذا لم ينفذ الأمر في حال عدم هبوط السعر السوقي للسهم إلى هذا الحد.

أما **الصيغة الثانية** التي يمكن لأمر الإيقاف أن يصدر بها فيطبق على عمليات شراء الأسهم عندما تلوح في الأفق مؤشرات لارتفاع السعر السوقي للسهم ويطلق على هذه الصيغة حينئذ مصطلح Stop By Order.

فمثلاً إذا كان السعر السوقي لسهم معين ١٠٠ دينار وتوقع المستثمر ارتفاع سعره في المستقبل، فحينئذ يمكنه إصدار أمر للسمسار بالصيغة التالية:

"اشتري إذا وصل السعر السوقي إلى ١١٠ دينار".

وفي هذه الحالة يكون السمسار ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى ١١٠ دنانير وبخلاف ذلك أي في حال هبوط السعر السوقي للسهم أو حال ارتفاعه ولكن دون أن يصل إلى ١١٠ دنانير تنتفي مسؤولية السمسار عن عدم التنفيذ.

٤) الأمر الفوري Fill or Kill Order

وبموجب هذا النوع من الأوامر يجب أن ينفذ الأمر فوراً بمجرد استلامه وبالسعر الأفضل الجاري حينئذ وإلا اعتبر لاغياً كله.

٥) الأمر المفتوح Open Order Or Good Till Cancelled

وهو على خلاف سابقه أي الأمر الذي يبقى ساري المفعول إلى أن ينفذ أو يتم الغاؤه من قبل المستثمر.

٦) الأمر الحر أو المطلق Discretionary Order

في هذا النوع من الأوامر وهو نادراً ما يطبق يكون للوسيط حر[ية] مطلقة في تنفيذه في الوقت والسعر الذي يراه مناسباً.

ب - صناعة الأسواق

يمكن للوسيط في السوق المالي أن يقوم بدور صانع الأسواق Market Maker وذلك لممارسة مهمته في بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق. ويمارس صانع الأسواق نشاطه في السوق الثانوي بشقيه النظامي والموازي وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

وبممارسته لمهامه يؤدي صانع السوق خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي لعل من أهمها ما يلي:

١ - توفير السيولة اللازمة للسوق المالي، وذلك عن طريق ممارسته ل[دور] نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

٢ - المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل، بممارسته لمهامه الأساسية وهي لعب دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، والبائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يلعب صانع السوق دوراً هاماً في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم المتداول منها.

وقد حصرت لوائح سوق عمان المالي الحق في ممارسة مهام صناعة الأسواق بالوسطاء من فئة الشركات المساهمة العامة، مع مراعاة أن لا يقل رأسمالها المدفوع عن (مليون) دينار. كما اشترطت أيضاً أن تستثمر الشركة ١٥% على الأقل من حقوق المساهمين فيها في السندات بأنواعها المختلفة.

من جانب آخر تمنع هذه اللوائح صانعي الأسواق من التعامل للغير في السوق المالي، وإنما سمحت لهم بالتعامل لصالح محافظهم الشخصية فقط. أما الاستثناء من ذلك فهو السماح لهم بالتعامل لصالح من تتولى ادارة محافظهم من الغير.

جـ - التعهد بتغطية الإصدارات الأولية

يمكن للوسيط أن يلعب أيضاً بالإضافة لدوره كسمسار، أو صانع أسواق، دور المتعهد لتغطية إصدار معين Underwriter سواء كان في صورة أسهم أو في صورة سندات. إذ يتعهد الوسيط والذي يكون في هذه الحالة مؤسسة مالية مثل بنك استثمار، أو شركة استثمار للجهة المصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة. وفي هذه الحالة يتوجب عليه شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات.

خامساً: أنواع الأسواق المالية

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة من زوايا مختلفة، ولكن رغم هذه التصنيفات تبقى الأسواق المالية متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل حدي بين نوع معين منها ونوع آخر. لأن سهولة تبادل المعلومات فيها تيسر لكل المتعاملين فيها سهولة الانتقال من نوع معين من هذه الأسواق إلى نوع آخر وذلك على عكس الحال في أسواق السلع الأخرى. وهذه ميزة تكسب السوق المالي مرونة كبيرة تتيح تنويع أدوات الاستثمار فيه، كما أن هذه الميزة تؤثر على معدلات العائد المتوقعة على هذه الأدوات، وعلى معدلات الفائدة على القروض ويجعلها متقلبة ومتغيرة باستمرار حسب عرض الأموال والطلب عليها.

وسنقوم فيما يلي بعرض موجز لأهم هذه التصنيفات والأسس التي تتم عليها مع التركيز على أهمها من وجهة نظرنا وهو تصنيفها على أساس أغراض التمويل إلى أسواق نقد وأسواق رأسمال.

١ - فحسب طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها تقسم الأسواق المالية إلى أسواق أولية، وأسواق ثانوية.

٢ - وحسب الحقوق والالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها تقسم الأسواق المالية إلى أسواق دين وأسواق ملكية.

٣ - وطبقاً لأسلوب التمويل تقسم إلى أسواق قروض وأسواق أوراق مالية.

٤ - أما طبقاً لأغراض التمويل فتقسم إلى أسواق نقد، وأسواق رأسمال.

١ – الأسواق الابتدائية (الأولية) والأسواق الثانوية Primary Vs Secondary Markets

يطلق مصطلح الأسواق المالية الأولية على تلك الأسواق التي تشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية. وهي الإصدارات التي تتم بغرض الحصول على رأسمال الشركة الأساسي أو بقصد زيادته. وتلعب المؤسسات المالية كبنوك الاستثمار دور الوسيط وأحياناً دور متعهد الإصدار بين الشركة المصدرة والمستثمر في مثل هذه الأسواق.

بينما يطلق مصطلح الأسواق المالية الثانوية على تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية لشركات قائمة سبق تكوينها. فمثلاً لو أسست شركة مساهمة برأسمال قدره ١٠ ملايين دينار، وأصدرت لذلك ١٠ ملايين سهم عادي، القيمة الاسمية لكل منها دينار واحد. في هذه الحالة تطرح أسهم هذه الشركة للاكتتاب العام في السوق المالي الأولي، ولكن بمجرد انتهاء عملية تخصيص الأسهم واستكمال شروط إدراجها بالسوق فإن كل تداول لأسهم هذه الشركة يحدث في السوق الثانوي. كذلك لو أن ادارة الشركة رغبت فيما بعد بزيادة رأسمال الشركة إلى ١٥ مليون دينار فإن الأسهم الإضافية وعددها ٥ ملايين سهم ستطرح للاكتتاب العام بإصدار جديد في السوق الأولي. وأهم ميزة للسوق الثانوي هي أنه يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيولة لذا يستمد السوق الأولي فاعليته وكفاءته من فاعلية وكفاءة السوق الثانوي. ويعتبر السوق الثانوي في العادة مجالاً لنشاط فئة صانعي الأسواق. ويقسم هذا السوق إلى قطاعين رئيسيين:

أولهما – السوق النظامي: والذي تتداول فيها الأوراق المالية للشركات المدرجة بالبورصة. ويدير عمليات التبادل فيها مجموعة متخصصة من الوسطاء تنوب عن الشركات التي تطرح أوراقها المالية للتداول.

وثانيهما: وهو ما يعرف **بالسوق الموازي**، والذي تتداول فيه الأوراق المالية للشركات التي لم تستكمل شروط إدراجها بالبورصة بعد، وذلك وفقاً للأسعار التي تظهر على لوحات العرض فيه. ويلعب الوسطاء فيه دوراً هاماً

وأساسياً خصوصاً فئة صانعي الأسواق، ومن أهم مزايا هذا القطاع من السوق الثانوي ديناميكيته المفرطة ومرونته التي تجعل البعض يطلق عليه مصطلح Over the Counter Market لأنّ معظم الصفقات التي تحدث فيه تتم بسرعة وبواسطة التليفون دون حاجة للقاء مباشر بين البائع والمشتري وبإجراءات مبسطة.

ومع أن الـ (OTC) متخصص كما ذكرنا سابقاً في تداول الأوراق المالية للشركات غير المسجلة في البورصة، إلا أنه توجد استثناءات يتم خلالها تداول الأوراق المالية لشركات مسجلة في البورصة في هذا السوق، ويطلق عليه في هذه الحالة مصطلح **السوق الثالث** Third-Market .

ويطلق ايضاً مصطلح **السوق الرابع** Fourth-Market على ذلك الجزء منه الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية بدون السماسرة أو الدلالين، ويكون ذلك عادة بين مؤسستين ماليتين.

٢ – أسواق الدين وأسواق الملكيّة Debts Vs Equity Markets

ترتب الأوراق المالية بشكل عام لحاملها على الشركة المصدرة إما ديناً، أو حق ملكية. وفي حين تعتبر الأسهم بأنواعها العادية والممتازة أداة للملكية، تعتبر الأوراق المالية الأخرى كالسندات أداة دين، وبعد أن أخذت الأسواق المالية تميل إلى طابع التخصص، أصبح جزء منها خاصاً بتداول أدوات الدين ويطلق عليه مصطلح أسواق الدين، وجزء آخر خاصاً بتداول أدوات الملكية ويطلق عليه مصطلح أسواق الملكية.

ويتفق معظم المحللين الماليين على اعتبار حركة التداول في أسواق الملكية مؤشراً مناسباً لتقييم نشاط الأسواق المالية بشكل عام، لأن هذه الأسواق هي التي تشهد الإصدارات الجديدة للشركات والتي تتخذ غالبيتها شكل الأسهم. ومن خواص أسواق الملكية أيضاً أنها أكثر خطورة بالنسبة للمستثمر من أسواق الدين. ذلك لأن العائد على الاستثمار في أسواق الملكية يتوقف على أرباح مستقبلية غير مؤكدة، كما أن أدوات الاستثمار فيها وهي الأسهم تصدر بدون ضمان. بينما أدوات الاستثمار في أسواق الدين معظمها من النوع ذي الدخل

الثابت وتصدر في الغالب مضمونة مما يجعل مخاطرة المستثمر فيها منخفضة إلى درجة ملحوظة.

٣ – **أسواق القروض وأسواق الأوراق المالية Loans Vs Securities Markets**

تتم عملية التمويل الخارجي في السوق المالي بأسلوبين أحدهما هو القروض المباشرة Direct Loans ، والأخر هو إصدار الأوراق المالية Issuing of Securities . وقد امتدت آثار طابع التخصص في الأسواق المالية إلى أساليب التمويل المتبعة فيها، فتخصص جزء من هذه الأسواق في عمليات الإقراض المباشرة وتسمى أسواق القروض، وتخصص جزء آخر منها في تسهيل عمليات الإصدار وتداول الأوراق المالية المصدرة ويسمى سوق الأوراق المالية. وبينما تتم عمليات التفاوض في النوع الأول بين المقرض والمقترض مباشرة Face to Face لأنهما غالباً ما يكونا متعارفين، تتم الصفقات المالية في النوع الثاني في معظم الأحيان بطريقة غير مباشرة عن طريق وسيط، لأن طرفي الصفقة وهما البائع والمشتري لا يعرفان بعضهما بعضاً في الغالب.

٤ – **أسواق النقد وأسواق رأس المال Money Vs Capital Markets**

تستخدم الأموال في المشروعات الاقتصادية بشكل عام في مجالين: إما في تمويل رأس المال الأساسي أو المستثمر Invested Capital ، وإما في تمويل رأس المال العامل Working Capital. وتستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، بينما تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال العامل في تمويل شراء الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي.

ونظراً للخلاف الأساسي بين أغراض التمويل في الحالتين الأولى والثانية، تختلف أساليب التمويل فيهما، إذ بينما يمول رأس المال المستثمر لمشروع بأدوات تمويل طويلة الأجل، يمول رأسماله العامل بأدوات تمويل قصيرة الأجل. ويتم التمويل طويل الأجل إما بواسطة قروض طويلة الأجل

وهي ما زاد أجله عن ثلاثة أعوام، وإما بواسطة إصدارات طويلة الأجل كالأسهم والسندات. أما التمويل قصير الأجل فيتم إما بواسطة قروض قصيرة الأجل وهي ما كان أجله في حدود العام الواحد، وإما بواسطة إصدارات قصيرة الأجل كشهادات الإيداع والقبولات المصرفية وأذونات الخزانة.

ونظراً للأهمية القصوى التي لأسواق النقد وأسواق رأس المال للمستثمرين بشكل خاص والاقتصاد الوطني بشكل عام، فسنولي هذين النوعين من الأسواق المالية عناية خاصة وذلك بغرض عرض مزايا كل منهما، مع التركيز على أدوات الاستثمار المتداولة في كل منهما أيضاً.

٤/أ أسواق النقد The Money Markets:

سنتولى فيما يلي شرح أهمية ومزايا سوق النقد، ثم أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

أ- أهمية سوق النقد:

يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. وتلعب البنوك التجارية دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه. أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبياً نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

ومن أهم مزايا سوق النقد مرونته العالية، فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات مبسطة جداً تخفض تكاليف هذه الصفقات. كما يتميز أيضاً بانخفاض درجة المخاطرة فيه وذلك لسببين:

أولهما: تدني درجة المخاطرة النقدية Money Risk والتي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه. فلأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثاراً محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند

الاستحقاق شبه مؤكدة، وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو [...] بخصمها قبل موعد استحقاقها.

وثانيهما: تدني درجة مخاطرة الائتمان Credit Risk والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه. فنظراً لأن الأوراق المالية المتداولة فيه (خصوصاً في قطاعه الثانوي) تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، أو البنك المركزي، أو المؤسسات الحكومية، لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً.

على ضوء المزايا التي يتمتع بها سوق النقد، يؤدي هذا السوق دوراً هاماً على مستوى الاقتصاد القومي من زاويتين هما:

١ - يلعب هذا السوق دوراً رئيسياً في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم في احتياطيات البنوك التجارية التي تلعب دوراً قيادياً في هذا السوق، كما أنه بالتحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي، يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل أيضاً.

٢ - بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها. فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشاً أو ازدهاراً اقتصادياً.

ب - أدوات الاستثمار في سوق النقد:

إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، تتوفر في سوق النقد مجموعة أخرى من أدوات الاستثمار من أهمها ما يلي:

١ - شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.

٢ - القبولات المصرفية.

٣ - أذونات الخزينة.

٤ - الأوراق التجارية.

٥ - اليورودولار.

١ - شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

Negotiable Certificates of Deposit

تعتبر هذه الشهادات من أدوات الاستثمار الهامة في سوق النقد، وهي أداة دين ترتب لحاملها حقاً على وديعة بنكية مودعة لأجل. وتصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة ولمدد مختلفة حسب مدة الوديعة ولكنها تكون دائماً أقل من سنة، ويثبت عادة عليها سعر الفائدة والذي يمكن أن يكون ثابتاً Fixed Rate، أو عائماً Floating Rate .

وتوفر شهادات الإيداع للمستثمر صاحب الوديعة مجموعة من المزايا. فمن جهة توفر له فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة، وذلك عن طريق بيع هذه الشهادات مقابل تنازله عن جزء من العائد. كما أنها تكون قابلة للتداول في السوق الثانوي، هذا إضافة إلى أن معدل العائد الذي تحققه للمستثمر أعلى نسبياً من العائد المحقق على حسابات التوفير. وبالإضافة إلى ذلك فهي تتمتع بقدر كبير من السيولة ودرجة عالية من الأمان لأنها تصدر في معظم الأحيان بصيغة لحامله Bearer، كما أنها غالباً ما تكون مضمونة من البنك المركزي، إضافة إلى أنها تجنب المستثمر فيها مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

وتصدر هذه الشهادات في صورتين، فقد يكون إصدارها عاماً تعرض فيه للبيع للجمهور وبقيم صغيرة نسبياً، ويطلق على هذا النوع من الإصدار مصطلح (Tranch CDS)، كما قد يكون إصدارها خاصاً بناء لطلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين وبشروط متفق عليها بينهم وبين البنك المصدر وبقيم كبيرة نسبياً، ويطلق هذا النوع من الإصدار (Tap CDS) .

وتعتبر شهادات الإيداع من الأدوات الحديثة نسبياً في الأسواق المالية إذ صدرت لأول مرة عن البنوك التجارية في الولايات المتحدة عام ١٩٦١ . أما أول إصدار منها في الأردن فكان عام ١٩٨٠ .

ومن الجدير بالذكر أن التعامل بشهادات الإيداع يتم في السوق الثانوي للأوراق المالية وذلك على نفس الأسس المتبعة في التعامل بالسندات. إذ أن شهادة الإيداع مثلها مثل السند تباع على أساس المردود أو الريع Yield وليس على أساس الخصم Discount كما هو الحال بالنسبة لمعظم أدوات سوق النقد.

٢ - القبولات المصرفية Bankers Acceptances

تعتبر القبولات المصرفية هي الأخرى أداة دين صادرة عن بنك تجاري. وهي عبارة عن سحوبات بنكية Drafts يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب. فمثلاً لو أراد تاجر أردني أن يستورد بضاعة من اليابان يكون أمامه بديلان لذلك:

الأول : أن يفتح لذلك اعتماداً مستندياً من النوع الذي يتطلب دفع ثمن البضاعة كاملاً للمورد بمجرد وصول مستندات شحنها. ويطلق على هذا النوع من الاعتمادات Sight Credit.

والثاني : هو القبولات المصرفية ويلجأ إليه المستورد متى كانت لا تتوفر لديه السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فوراً. كما يمكن اللجوء إليه في حالات أخرى لتحقيق مزايا ائتمانية يوفرها له المورد رغبة منه في الترويج لنوع معين من البضاعة.

وإذا ما اختار المستورد البديل الثاني، عليه أن يتفق مع أحد البنوك المحلية في الأردن لإصدار قبول مصرفي يضمن فيه هذا البنك للمورد الياباني الحصول على ثمن البضاعة بواسطة بنك مراسل في اليابان، ويصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة، وبأجل يساوي المهلة الزمنية للسداد المتفق عليها بين المورد والمستورد.

في هذه الحالة وبعد استلامه للقبول المصرفي يكون بإمكان المورد الياباني أن يختار إما الاحتفاظ به لحين موعد استحقاقه واستلام قيمته الاسمية

من البنك المراسل في اليابان، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي للأوراق المالية بخصم معين. وتقوم البنوك التجارية عادة بشراء هذا النوع من القبولات فتحقق بذلك عائداً هو نسبة الخصم وتلجأ إلى هذا الإجراء متى زادت سيولة احتياطاتها.

وتعتبر القبولات المصرفية كشهادات الإيداع المصرفية أداة استثمارية جيدة من أدوات سوق النقد، فهي قصيرة الأجل مما يوفر لها عنصر السيولة، كما أنها في معظم الأحيان تكون قابلة للخصم Eligible لدى البنك المركزي، كما يوفر لها ميزة الأمان. وعليه تشكل هذه القبولات أداة فعالة لتنشيط التجارة الخارجية. ومن أجل تسهيل عملية تداولها في السوق الثانوي تصدر القبولات المصرفية عادة بقيم ١٠٠٠ ومضاعفاتها.

ويرتبط حجم القبولات المصرفية المتداولة في سوق النقد بمعدلات الفائدة على القروض البنكية. فعندما تنخفض أسعار الفائدة يقل الإقبال عليها كما يقل حجم إصداراتها لأنه في مثل هذه الأحوال يكون من الأنسب للمستوردين الحصول على قروض مباشرة بدلاً من اللجوء إلى القبولات المصرفية. وبالعكس إذا ارتفعت أسعار الفائدة على القروض البنكية يزيد حجم إصدار القبولات المصرفية، ذلك لأنه وإن ارتفعت معدلات الفائدة على هذه القبولات إلا أن ذلك يكون في حدود أضيق من الزيادة المحققة في أسعار الفائدة على القروض بسبب أجلها القصير. من هنا تكون هذه القبولات أكثر مناسبة من القروض المصرفية كمصدر من مصادر التمويل في الأجل القصير.

٣ - أذونات الخزينة Treasury Bills

تعتبر أذونات الخزينة أداة دين حكومية وتصدر بصيغة لحامله ولآجال تتراوح بين ٣ شهور إلى ١٢ شهراً. لذا تعتبر من الأوراق المالية قصيرة الأجل، ويتم التعامل بها في السوق الثانوي على أساس الخصم. وكان أول من اقترح استخدامها كأداة لتمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة هو الاقتصادي المشهور Begehot عام ١٨٨٧ . ومنذ ذلك الوقت أصبحت أذونات الخزينة من الأدوات الهامة في سوق النقد. وبقصد تشجيع مواطنيها على الادخار تصدر

الحكومات هذه الأذونات بشروط مغرية تضمن للمستثمر فيها تحقيق عائد مر... ومأمون ومعفى من ضريبة الدخل، وهذه الميزة الأخيرة وهي الإعفاء من ضريبة الدخل على العائد المحقق من الاستثمار، من المزايا الهامة لأذونات الخزينة بالنسبة للمستثمرين في البلاد التي تتقاضى حكوماتها ضرائب تصاعدية على الدخل كالولايات المتحدة مثلاً. وتصدر أذونات الخزينة بقيم اسمية مختلفة مثل ١٠٠ ، ١٠٠٠ ، ١٠,٠٠٠ دينار. فإذا اشترى مستثمر مثلاً اذناً قيمته الاسمية ١٠٠٠ دينار يستحق بعد ١٢ شهراً بملغ ٨٥٠ ديناراً، فهذا يعني أن لهذا المستثمر الحق في أن يستلم من خزينة الدولة مبلغ ١٠٠٠ دينار عند استحقاق دفع قيمة الأذن. وبذلك يكون العائد الذي حققه هذا المستثمر ١٥٠ ديناراً. ويمكن إظهار العائد المحقق في شكل نسبة مئوية فيكون العائد الاسمي ١٥% أي ١٥٠ ديناراً بينما العائد الفعلي المحقق هو ٨٥٠/١٥٠ ويساوي ١٧,٦% . ويتم تداول أذونات الخزينة كما ذكرنا في سوق الأوراق المالية الثانوي حيث يتولى المتاجرة فيها مجموعة من الوسطاء المتخصصين. ويتم التعامل بها على أساس سعرين هما:

سعر الشراء Bid Price وهو الثمن الذي يعرضه الوكيل على المستثمر حامل الورقة الذي يريد بيع ما يحمله من أذونات في السوق المالي **وسعر البيع Asked Price** وهو الثمن الذي يطلبه الوكيل من مستثمر يريد شراء أذونات خزينة من السوق المالي.

ويحدد سعر الشراء باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء Bid Discount بينما يحدد سعر البيع باستخدام ما يعرف بسعر خصم البيع Asked Discount . فمثلاً يحدد سعر الشراء وسعر البيع لأذن خزينة قيمته الاسمية ١٠٠ دينار يستحق أجله بعد ١٢٠ يوم في وقت كان فيه سعر الخصم السائد هو ٧,٥% شراء، ٧,٢% بيع على النحو التالي:

١ - سعر الشراء:

قيمة خصم الشراء = ١٠٠ × ٧,٥% × (١٢٠ / ٣٦٠) = ٢,٥ دينار

سعر الشراء = ١٠٠ − ٢,٥ = ٩٧,٥ دينار.

٢ - سعر البيع:

قيمة خصم البيع = ١٠٠ × ٧,٢% × (١٢٠ / ٣٦٠) = ٢,٤ دينار

سعر البيع = ١٠٠ − ٢,٤ = ٩٧,٦ دينار.

٤ - الأوراق التجارية Commercial Papers

الأوراق التجارية المقصودة هنا ليست الأوراق التجارية المتعارف عليها في السوق التجاري كأداة من أدوات الائتمان والتي غالباً ما تكون مسحوبة على أفراد، وإنما يقصد بها الأوراق التجارية كأداة من أدوات الاستثمار، وتتخذ غالباً شكل سندات أذنية Promissory Notes صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل قصير الأجل. وتعتبر الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصير الأجل في سوق النقد الثانوي. والتعامل بها في معظم الأسواق المالية العالمية محدود فيما عدا الولايات المتحدة وكندا حيث يوجد لها سوق واسع نسبياً.

وتعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم مثل أذونات الخزينة، لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها عالية نسبياً. وهذا يفترض بالتالي أن يكون العائد المتوقع منها عال أيضاً. ويكون هذا العائد في العادة أعلى من العائد المحقق على الاستثمار في أذونات الخزينة، ولكنه قريب إلى ذلك المحقق من الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية.

٥ - سوق اليورودولار Eurodollars Market

يحتل الدولار الأمريكي مركزاً قوياً بين العملات الأجنبية لأسباب عدة أهمها الثبات النسبي لقيمته النقدية والذي يجعل البنوك المركزية في العالم حريصة على الاحتفاظ به كأصل احتياطي لتسوية ديونها الدولية، هذا بجانب أن المركز القيادي الذي يحتله الاقتصادي الأمريكي في التجارة الخارجية قد جعل

الدولار وسيلة هامة من وسائل التمويل المستخدمة في البنوك التجارية إضافة لاعتباره من قبل المدخرين الافراد كملاذ آمن لاستثمار مدخراتهم.

إزاء ما تقدم أصبح الدولار عملة أساسية في تنفيذ معظم الصفقات المالية التي تبرم في أسواق النقد العالمية، فأصبحنا نسمع مصطلحات متعددة تتردد في هذه الأسواق مثل: سوق اليورودولار Eurodollars ، وسوق البترودولار Petrodollars بالإضافة إلى أداة هامة من أدوات الاستثمار في سوق رأس المال وهي السندات الدولارية Bond Dollars . وقد اكتسب سوق اليورودولار تسميته الأصلية عندما أخذت بعض البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار، وتلتزم بدفعها لهم بحلول أجلها بالدولار أيضاً وذلك بخلاف العرف السائد لدى البنوك التجارية والقاضي بدفع الودائع بالعملات المحلية. وقامت تلك البنوك باستخدام ما لديها من ودائع بالدولار في عمليات إقراض بالدولار أيضاً بفوائد أعلى من تلك التي تدفعه على الودائع، من هنا استمد سوق اليورودولار تسميته.

لكن مصطلح اليورودولار أصبح يضيق حالياً عن الدلالة الفعلية لأنشطة سوق اليورودولار خصوصاً بعد أن عممت البنوك الأوروبية تجربتها على البنوك التجارية الأخرى في معظم أنحاء العالم. كما أن الأمر لم يعد مقتصراً لديها على قبول الودائع بالدولار فقط بل بعملات أخرى من العملات الأجنبية الرئيسية كالمارك الألماني، والفرنك الفرنسي، والين الياباني...الخ، ولذا يقترح البعض استبدال هذه التسمية بتسمية أعم وأشمل هي Euro Currencies.

وقد أمتد نشاط سوق اليورودولار إلى سوق النقد الأردني فباشرت معظم البنوك التجارية الأردنية المساهمة في هذا النشاط وذلك بقبول ودائع العملاء بالعملات الأجنبية لتتولى اقراضها في سوق القروض الدولية. ومن أهم فوائد سوق اليورودولار ما يلي:

١ - أدى هذا السوق إلى زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية مما سهل من عمليات التمويل فيه، وخفض بالتالي من تكلفتها.

٢ - وقد ترتب على ما سبق أن انخفضت الفروقات بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورودولار .

٣ - وبسبب حرية حركة الأموال في هذا السوق بين قطر وآخر، فقد انعكست آثار ذلك على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية فصارت أسعار الصرف لهذه العملات تتقلب حسب زيادة أو انخفاض عرض العملات الأجنبية في سوق اليورودولار .

٢/٤ أسواق رأس المال Capital Markets.

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل.

أ - أهمية دور سوق رأس المال:

يختلف الدور المالي لسوق رأس المال عن الدور المالي لسوق النقد من زاوية أساسية، إذ بينما يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل، يعتبر سوق رأس المال مصدراً للتمويل طويل الأجل. وعليه بينما يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، يكون لعنصر الدخل الأولوية من قبل المستثمر في سوق رأس المال.

ومن الخصائص المميزة لسوق رأس المال، أنه أقل اتساعاً من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيماً: كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يُطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة. ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال الى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.

ولتوفير سمة الفاعلية والكفاءة لسوق رأس المال لا بد من تحقيق شرطين أساسيين هما:

١ - أن تتوافر أدوات الاستثمار المناسبة لتخصيص الأموال المتاحة فيه للاستخدامات الرأسمالية الأكثر إنتاجية وبأقل تكلفة ممكنة.

وهذا شرط هام لأنه في هذا السوق تطرح الإصدارات المالية للمشروعات الاقتصادية عند تكوينها. وعليه يتوقف نجاحها إلى حد كبير على نجاحها في الحصول على رؤوس أموالها بالتكلفة المناسبة.

٢ - أن يتوفر فيه سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية الصادرة فيه درجة كافية من السيولة تتيح لمن يحملها تحويلها إلي نقد إذا ما رغب في بيعها قبل حلول موعد أجلها. وهذا الشرط هام أيضاً لأنه يزيد من سرعة تداول هذه الأوراق ويوفر لسوق رأس المال سمة العمق والاتساع.

ب - أدوات الاستثمار في سوق رأس المال:

تقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال وذلك من زاوية الحقوق التي ترتب لحاملها على أصول الشركة المصدرة إلى نوعين أساسيين هما:

أولاً: أدوات ملكية وتشمل التعهدات، والخيارات، والأسهم.

ثانياً: أدوات دين وتشمل السندات.

١ - التعهدات

التعهد Warrant صك تصدره الشركة المساهمة في السوق الأولي مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة والسندات وذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها. ويعطي التعهد للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للشركة المصدرة بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ Exercise Price وذلك خلال مهلة محددة من تاريخ الإصدار، ويسقط حق المستثمر في استخدامها بعد انقضاء مهلتها المحددة.

وتوفر التعهدات مزايا إضافية لكل من المستثمر والشركة المصدرة سنحاول إيضاحها من خلال المثال التالي:

لو قررت الشركة (س) مثلاً إصدار ١٠ آلاف سند بقيمة اسمية ١٠٠٠ دينار لكل منها وذلك لتغطية احتياجاتها المالية الحالية البالغة ١٠ ملايين دينار.

وبعد أن قدرت احتياجاتها المستقبلية من الأموال على مدار الثلاثة أعوام التالية بمبلغ ٥ ملايين دينار، قررت الإدارة الاستفادة من السمعة الجيدة للشركة في السوق المالي والذي يظهره الاتجاه الصاعد للسعر السوقي لأسهمها العادية فأرفقت كل سند أصدرته بعدد ١٠ من التعهدات يعطي كل منها المستثمر الحق في شراء السهم العادي للشركة بمبلغ ٥٠ دينار خلال مهلة محددة مدتها ثلاث سنوات من تاريخ الإصدار.

ونظراً لقوة المركز المالي للشركة تحققت توقعات إدارتها فارتفعت أسعار أسهمها العادية خلال الثلاثة أعوام التالية للإصدار فعلاً ووصلت إلى ٥٥ ديناراً للسهم الواحد. في هذه الحالة من الطبيعي أن يبادر كل أو معظم من يحملون التعهدات المصدرة وعددها ١٠٠ ألف تعهد (١٠,٠٠٠ × ١٠)، باستخدام هذه التعهدات في شراء ١٠٠ ألف سهم من الشركة بالسعر المحدد وهو ٥٠ ديناراً لكل سهم ذلك لأن كل سهم يشتريه المستثمر سيحقق له ربحاً مقداره ٥ دنانير إذا ما قام بعد ذلك ببيعه في السوق المالي بسعر ٥٥ ديناراً، وعليه فإن كل سند كان قد اشتراه مرفقاً بعدد ١٠ من التعهدات سيحقق له ربحاً رأسمالياً مقداره (٥×١٠) = ٥٠ ديناراً.

أما الشركة المصدرة فتحصل هي الأخرى بهذه الوسيلة على مبلغ ٥ ملايين دينار. وذلك ثمن الأسهم المباعة لحملة التعهدات.

٢ - الخيارات Options

تشبه الخيارات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية من حيث المزايا والأغراض، تلك التي يتم تداولها في سوق العملات الأجنبية.

وهي تشبه التعهدات في كثير من الأوجه، لكنها تختلف عنها في بعض النواحي. فالتعهدات مثلاً تصدرها الشركة مصدرة الأوراق المالية، بينما تصدر الخيارات عن متعهدي إصدار هذه الأوراق Underwriters ، وهي المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة كبنوك الاستثمار. كذلك تكون مدة الخيار بشكل عام أقصر من مدة التعهد، إذ في حين لا تتجاوز مدة الخيار العادي الواحد تمتد فترة التعهد إلى ثلاث أو خمس سنوات. من جانب آخر يوجد حد

أعلى لعدد التعهدات التي يحق للشركة إصدارها، بينما لا يوجد مثل هذه القيود على عدد الخيارات.

وتقسم الخيارات التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية إلى نوعين:

أولهما: يعطي لحامله الحق في شراء السهم العادي للشركة المصدرة بسعر محدد خلال مهلة محددة تماماً كالتعهد. ويطلق على هذا النوع من الخيارات مصطلح Call Options ، ويحقق مزايا للمستثمر متى كانت الأسعار السوقية لأسهمها العادية صاعدة وذلك بتحقيق مكاسب رأسمالية.

وثانيهما: يعطي لحامله الحق في أن يبيع للشركة كمية محددة من أسهمها العادية بسعر محدد خلال مهلة محددة، ويطلق على هذا النوع من الخيار Put Options ويحقق مزايا للمستثمر متى كانت الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة المصدرة هابطة وذلك بقصد تخفيض الخسائر الرأسمالية المحققة. هذا وسنعالج الخيارات بقدر من التفصيل في فصل المشتقات المالية.

ومما تجدر الإشارة إليه بأن استخدام التعهد، أو الخيار هو أمر مرهون برغبة المستثمر وإذا انقضت المهلة المحددة لها بدون استخدامها يسقط حق حاملها في الاستفادة من مزاياها. كذلك يزيد سعر السهم العادي المحدد في التعهد أو في الخيار بزيادة طول فترة سريانها والعكس بالعكس. ذلك لأنه كلما زادت هذه الفترة تزداد التقلبات السعرية Price Volatility المتوقعة في أسعار الأسهم العادية فتزداد احتمالات جني المكاسب الرأسمالية. من جانب آخر تصدر التعهدات والخيارات في معظم الأحيان مقرونة بشرطين مقيدين للمستثمر هما:

١ - عدم توزيع أرباح في شكل أسهم Stock Dividends .

٢ - عدم تجزئة السهم Stock Splits .

هذا على اعتبار أن أياً من الإجرائين السابقين يترتب عليه في العادة انخفاض في الأسعار السوقية للأسهم العادية، مما يضر بمصلحة حامل التعهد أو الخيار.

٢ - الأسهم

يعرف السهم بأنه **"صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي المساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة"** وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار. ووفقاً لأحكام المادة (٩٥) من قانون الشركات رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ (يرجع الى القانون الجديد الصادر عام/ ٩٧) تكون الأسهم الصادرة عن الشركة المساهمة العامة متساوية القيمة وبقيمة اسمية قدرتها دينار واحد لكل سهم.

خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى. ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

(١) القابلية للتداول:

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لاتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. وخاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة. لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم. منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية من أرباحها على المساهمين.

(٢) الأسهم متساوية القيمة:

يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهماً متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى. إذ يمكن لشركة معينة أن

تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل سند قيمته الاسمية ١٠٠ دينار وآخر قيمته الاسمية ١٠٠٠ دينار ...الخ بينما لا يجوز ذلك في الأسهم (هذا مع مراعاة أنه يجوز للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة إصدار هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية).

(٤) **المسئولية المحددة للمساهم:**

تنص قوانين الشركات على أن مسئولية المساهم محدودة في الشركة وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسئوليته غير موجودة.

أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة. لكن ما يهمنا هنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما:

أ – شكل الإصدار.

ب – الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها.

أ – تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

١ – سهم لحامله Bearer Stock

يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها. ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية. إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه لذا من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع. لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

٢ – السهم الاسمي Nominal Stock

ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة ويسجل أيضاً باسمه في سجلات الشركة. وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

٣ – السهم الإذني أو لأمر An Order Stock

ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترناً بشرط الأمر أو الأذن. وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

ومن الجدير بالذكر أن المادة (٩٥) من قانون الشركات الأردني يشترط إصدار الأسهم بالشكل الاسمي فقط

١ – الأسهم العادية Ordinary Stocks

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها. وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة مثل: أسهم عادية فئة (أ) ذات مركز مميز في الحصول على الربح لكن لا تتمتع بحقوقها كاملة في التصويت. وأسهم عادية فئة (ب) لها مركز أقل من حيث الربح لكن لها حق كامل في التصويت.

ويحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات Dividends وذلك في شكل نسبة مئوية (%) من قيمة رأس المال تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة، وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة وبما يتمشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد. ويتقاضون الأرباح الموزعة لهم نقداً أو في شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح. كذلك في حالة إفلاس الشركة أو في حالة تسييل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد كافة الدائنين. لكن

بالمقابل يوفر لهم القانون مزايا خاصة في الرقابة على الشركة باعتبارهم مالكي... فمثلاً يكفل لهم حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة في اجتماع الجمعية العمومية، كما يكفل لهم الحق في فحص دفاتر الشركة ويوكلون هذه المهمة عادة إلى مكتب لتدقيق الحسابات معين من قبل الهيئة العمومية.

٢ - الأسهم الممتازة Preferred Stocks

جاء قانون الشركات الأردني رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ خلواً من أية إشارة للأسهم الممتازة، وذلك مما يعني أن هذا القانون يمنع إصدار هذا النوع من الأسهم من قبل الشركات المساهمة العامة الأردنية.

وتوفر هذه الأسهم لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنوياً، أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسييل أصولها. فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد. وفي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية مجلس الإدارة.

من جانب آخر يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز أسبق من حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حالة حل الشركة. وهذه ميزة أخرى لحملة الأسهم الممتازة توفر لهم أماناً إضافياً على رأس المال كالأمان الموفر لهم على الربح.

أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة. وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:

أ - الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح Cummulative Preferred Stocks

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية. ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة. كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

وفقاً لما سبق إذا حققت الشركة أرباحاً في سنة من السنوات، ولكنها لم تعلن عن توزيع أرباح على المساهمين لسبب من الأسباب، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح وذلك في العام التالي إذا ما أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين. كما يجب أن يعطى له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.

ب - الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح Participating Preferred Stocks

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

فمثلاً إذا صدرت الأسهم الممتازة بمعدل ١٠% فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية ١٠% . هذا ويمكن حق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقاً غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حدّ أقصى فتكون المشاركة في هذه الحالة جزئية.

جـ - **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible Preferred Stocks**

تعتبر قابلية السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم. إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

فمثلاً لو أن مساهماً يمتلك ١٠٠ سهم ممتاز ١٠% صادرة عن شركة مساهمة عامة بقيمة اسمية ٥٠ دينار / للسهم الواحد وتعطي لحاملها الحق في تحويلها لأسهم عادية بمعدل ٥ أسهم عادية للسهم الممتاز الواحد. وقد ارتفع سعر السهم العادي في السوق المالي خلال فترة القابلية للتحويل فبلغ ٨ دنانير للسهم الواحد.

في هذه الحالة سيتخذ المستثمر قرار تحويل أسهمه الممتازة، أم الاحتفاظ بها في ضوء المكاسب أو الخسائر التي ستترتب على التحويل. لذا في ضوء الظروف المشار إليها أعلاه ليس من مصلحة المستثمر تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية. ذلك لأن القيمة السوقية للأسهم العادية التي سيحصل عليها ستكون أقل من القيمة الاسمية للسهم الممتاز (٨×٥) < ٥٠ .

أما لو كان الارتفاع في السعر السوقي للسهم كبيراً بحيث وصل إلى ١٤ دينار مثلاً، فإن من مصلحته أن يحول الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، لأن ذلك سيعود عليه بمكاسب رأسمالية مقدارها:

١٠٠ (٧٠ - ٥٠) = ٢٠٠٠ دينار.

وذلك مع مراعاة أنه يجب على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار لدى اتخاذ قراره السابق عوامل أخرى مثل التقلب الحادث في السعر السوقي للسهم الممتاز نفسه.

د - **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable Preferred Stocks**

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء، وغير قابلة للاستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي تخفيض الرفع المالي Financial Leverage للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي.

وغالباً ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترناً بشرط القابلية للتحويل إلى سهم عادية. وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

مثال على توزيعات الأرباح للأسهم العادية وللأسهم الممتازة بأنواعها المختلفة:

بفرض أن شركة مساهمة عامة قد تكونت برأسمال قدره ١٠ مليون دينار موزعة على النحو التالي:

١- أسهم عادية ٦ مليون سهم بقيمة اسمية (١ دينار للسهم) مدفوعة بالكامل	٦ مليون
٢- أسهم ممتازة (٨%) ٤٠٠ ألف سهم بقيمة اسمية (١٠ دينار للسهم) مدفوعة بالكامل	٤ مليون
المجموع	١٠ مليون

وبافتراض أن الشركة قد أعلنت عن توزيع أرباح نقدية قدرها مليون و ٥٠٠ ألف دينار فما هو نصيب كل من المساهمين العاديين، و المساهمين الممتازين على أساس:-

أ – أن الأسهم الممتازة غير مجمعة وغير مشاركة بالأرباح:

بيـــان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات أسهم ممتازة ٤ مليون × ٨%	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات أسهم عادية (الباقي)		١١٨٠	١١٨٠
	٣٢٠	١١٨٠	١٥٠٠

ب – الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ولكن غير مشاركة:

علماً بأن الشركة لم تكن قد أجرت توزيعـات أربـاح خـلال السنتين الماضيتين بقرار من الجمعية العمومية وتوصية مجلس الإدارة.

بيـــان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعـات متـأخـرة للممتازة ٨% عـن سنتين	٦٤٠		٦٤٠
توزيعات العـام الحـالي للممتازة ٨%	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات أسهم عادية (الباقي)	--	٥٤٠	٥٤٠
المجموع	٩٦٠	٥٤٠	١٥٠٠

جـ - الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح ومشاركة بالكامل:

بيـــان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات الممتازة عن العام الحالي ٨%	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات العادية عن العام الحالي ٨%		٤٨٠	٤٨٠
نصيب الممتازة من المشاركة $\frac{٧٠٠}{١٠} \times ٤$	٢٨٠		٢٨٠
نصيب العادية من المشاركة $\frac{٧٠٠}{١٠} \times ٦$		٤٢٠	٤٢٠
المجموع	٦٠٠	٩٠٠	١٥٠٠

د - الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ومشاركة بالكامل مع وجود توزيعات متأخرة عن سنتين:

بيـــان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات الممتازة المتأخرة عن سنتين	٦٤٠		٦٤٠
توزيعات الممتازة عن العام الحالي ٨%	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات العادية عن العام الحالي ٨%		٤٨٠	٤٨٠
نصيب الممتازة من المشاركة $\frac{٦٠}{١٠} \times ٤$	٢٤		٢٤
نصيب العادية من المشاركة $\frac{٦٠}{١٠} \times ٤$		٣٦	٣٦
المجموع	٩٨٤	٥١٦	١٥٠٠

هـ - الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ومشاركة جزئياً في حدود ٩% من الأرباح مع وجود توزيعات متأخرة عن سنتين:

بيـــان	أسهم ممتازة بالآلاف	أسهم عادية بالآلاف	مجموع بالآلاف
توزيعات الممتازة المتأخرة عن سنتين	٦٤٠		٦٤٠
توزيعات الممتازة عن العام الحالي ٨%	٣٢٠		٣٢٠
توزيعات العادية عن العام الجاري ٨%		٤٨٠	٤٨٠
نصيب الممتازة من المشاركة الجزئية (٤ مليون × ١%)*	٤٠		٤٠
نصيب العادية من المشاركة (الباقي)		٢٠	٢٠
المجموع	١٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠

ونظراً لأن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي، وخـــواص السند يطلق عليها البعض تسمية الأسهم المهجنة، فهي كالأسهم العادية أداة ملكية غير محددة الأجل، لكنها تشبه السند في أنــــها أداة مـــن أدوات الاســـتثمار ذات الدخل الثابت وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند ولو بدرجـــة أقــل. لكن أوجه الخلاف الأساسية بين السهم الممتاز والسند يمكن حصرها بما يلي:

١ - السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل، بينما السند أداة دين ذات أجل محدد.

٢ - فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة ربحـــاً أم خسارة ولا يجوز تأجيلها ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشـــركة بينما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا في السنوات التي تكـون

فيها الشركة رابحة كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتـــازة مــن سنة إلى أخرى دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة.

٣ - تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلـــك بخصـم فوائـد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبـار هـذه الفوائـد مصروفـاً تمويلياً. بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة وذلـــك باعتبارهـا توزيعاً للربح لا عبئاً عليه.

وبسبب الميزة أعلاه قل استخدام الأسهم الممتـــازة كمصـدر للتمويـل خصوصاً في البلدان التي تتقاضى ضرائب عالية على الربح.

٤ - لكن الأسهم الممتازة توفر لحاملها مـــيزة ضريبيـــة. ذلـــك لأن بعـض التشريعات الضريبية تنص على إعفاء نسبة معينة تصـــل أحيانـــاً إلـــى ٨٥% من الأرباح الموزعة لها من ضريبة الدخل. وهذه ميزة لا تتحقـق لحامل السند فيما عدا حالات استثنائية سنذكرها فيما بعد.

٥ - من جانب آخر، توفر السندات لحاملها أماناً أكثر ممـــا توفـره الأسـهم الممتازة لأنها أي السندات تصدر في معظم الأحيان مضمونة أو مكفولـة بينما لا يتحقق ذلك بالنسبة للأسهم الممتازة. هذا إضافة للأولويـــة التـي يتمتع بها حامل السند عن حامل السهم الممتاز في الحصول على فائدتـه السنوية وكذلك في الحصول على دينه من أصول الشـــركة فـــي حالـة افلاسها أو انتهائها.

السـنـدات:

تعرّف المادة من قانون الشركات رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ السند (اســـناد القرض) بأنه "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحـــدة قابلـــة للتـداول تصدرهـا الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها القرض وفوائده وفقا لشروط الاصدار".

وبهذا المعنى يعتبر السند أداء تمويل طويلة الاجل تصدر في سوق رأس

من جانب آخر أجاز قانون الدين العام رقم (١) لسنة ١٩٧١ للبنك المركزي إصدار سندات حكومية تقترض بموجبها الحكومة من الجمهور وفق قواعد وشروط محدودة على أن لا يتجاوز أجلها خمسة عشر عاماً.

كما سمحت الحكومة الأردنية أيضاً بموجب قانون المقارضة رقم (١٠) لسنة ١٩٨١ لبعض المؤسسات والهيئات الحكومية مثل: وزارة الأوقاف والبلديات والمؤسسات العامة ذات الاستقلال المالي، بإصدار (سندات المقارضة) التي تضمن الحكومة تسديدها ولكن بدون فوائد.

وتصدر السندات بواحد من الأسلوبين التاليين:

١ - أن يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الإكتتاب بها. ويسمى هذا النوع من الإصدارات اصداراً عاماً Public Offering .

٢ - أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الإتفاق عليها من خلال المفاوضات. ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصداراً خاصاً Private or Direct Placement .

الخصائص الرئيسة للسند:

بالمقارنة مع السهم يمكن تلخيص خصائص السند الذي يصدر عن شركة مساهمة عامة بما يلي:

١ - **السند أداة دين.**

يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيه، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية. لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

٢ - **السند أداة استثمار ثابتة الدخل.**

يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، وتبعاً لتغير نسبة توزيع الأرباح. ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

٣ - **محدودية الأجل.**

يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الاصدار. هذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائماً ما دامت الشركة المصدرة قائمة. ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون)، وكذلك سعره السوقي.

٤ - **القابلية للتداول.**

يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم. وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

أنواع السندات:

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة. إذ يمكن تقسيمها مثلاً على أساس جهة الإصدار، أو على أساس شكل الإصدار، أو على أساس الأجل، أو على أساس الضمان، أو على أساس القابلية للتحويل والاستدعاء.

١ - **تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار:**

تقسم السندات على هذا الأساس إلى **سندات حكومية، وسندات أهلية.** وتصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة Treasury Bonds ، وسندات البلدية Muncipal Bonds ، أما السندات الأهلية فتصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في

القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية Debentures والسندات المضمونة بعقار Mortgages .

وتمتاز السندات الحكومية بمجموعة من المزايا تجعلها أداة جذ[illegible] لمستثمرين بالمقارنة مع السندات الأهلية، ومن أهم هذه المزايا ما يلي:

١ - السندات الحكومية أكثر أماناً بالنسبة للمستثمر من السندات الأهلي[illegible] بمعنى أن الاستثمار فيها يكون أقل مخاطرة لأنها غالباً ما تكو[illegible] مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الايرادات الحكو[illegible] كالضرائب.

٢ - واستناداً للخاصية أعلاه تكون السندات الحكومية أكثر سيولة [illegible] السندات الأهلية.

٣ - ولعل أهم ميزة للسندات الحكومية، أنها تصدر في أغلب الأحـ[illegible] مقرونة بشرط الاعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل.

أما أهم ميزة للسندات الأهلية للمستثمر، فهي أنها تصدر بمعدلات [illegible] أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، وبالمقابل فإن من أهم عيوب[illegible] أن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السند الحكومي لما يعرف بمخاطرة الائتما[illegible] Credit Risk والمترتبة على احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بـ[illegible] وفوائده السنوية. لذلك، وبقصد توفير بعض الحماية للمستثمر فيها تصدر [illegible] السندات في كثير من الأحيان مضمونة، كذلك يتضمن عقد إصدار[illegible] Indenture أحياناً شرطاً يسمى شرط التعجيل في سداد الد[illegible] Acceleration Clause. وينص هذا الشرط على أنه في حالة توقف المد[illegible] عن دفع قسط الفائدة ولو لمرة واحدة حسب الجدول المحدد، يستحق حينئذ [illegible] الدين كاملاً. لذا لتحديد درجة المخاطرة التي على المستثمر في السندات الأ[illegible] أن يتوقعها، تصدر هذه السندات بدرجات أو رتب مختلفة حسب جودتها [illegible] سندات فئة (AAA)، وأخرى فئة (AA)، وثالثة فئة (A) ..الخ.

تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار

تقسم السندات من زاوية الشكل الذي تصدر به إلى:

سندات لحاملة Bearer:

يكون السند لحامله عندما يصدر خلواً من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار. وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد. وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

سندات اسمية أو مسجلة Nominal or Registered:

ويكون السند اسمياً أو مسجلاً متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة. والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل Fully Registered ويشمل التسجيل هنا كلاً من الدين الأصلي وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً Partialy Registered ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

تقسيم السندات على أساس الأجل:

تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

سندات قصيرة الأجل:

وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً. ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد. ومن الأمثلة عليه سندات الخزينة. وتتمتع السندات قصيرة الأجل بدرجة عالية من

السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها. لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

ب . **السندات متوسطة الأجل:**

وهي السندات التي يزيد أجلها عن ٧ أعوام، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال. وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل، ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

ويمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بموعد استحقاق موحد، وبمعدل فائدة موحد، ويطلق على هذا النوع من الإصدارات Term-Bonds وهو الأكثر شيوعاً في الإصدارات الأهلية والحكومية. كما يمكن أن تصدر أحياناً بتواريخ استحقاق مختلفة ولكن متسلسلة، وبمعدلات فائدة متنوعة. فمثلاً إن إصداراً لمدة ٢٥ سنة يمكن أن يحوي مجموعة من السندات تستحق بعد ١٥ سنة، ومجموعة أخرى بعد ٢٠ سنة، ومجموعة ثالثة مبعد ٢٥ سنة، وكل مجموعة منها بسعر فائدة مختلف يتزايد بتزايد أجل السند. ويطلق على هذا النوع من الإصذارات السندات المتسلسلة Serial Bonds .

٤ - **تقسيم السندات على أساس الضمان:**

تصدر السندات إما مضمونة Secured ، أو غير مضمونة Unsecured والسندات المضمونة مثل السندات العقارية مثلاً تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً: آلات، أو مباني أو تجهيزات ...الخ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته.

أما في السندات غير المضمونة فيعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضموناً فقط بالديون العامة للمدين. ويطلق على السندات غير المضمونة مصطلح السندات العادية Debentures. والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وعن حملة أسهمها وذلك في استيفاء حقه في الفوائد

من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند) من أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية. لا بل إن البعض من هذه السندات سندات الدخل Income Bonds لا تكفل لحاملها الحصول على فائدة السند في موعده المحدد إلا إذا حققت الشركة المصدرة خلال نفس الفترة أرباحاً تكفي لدفع هذه الفوائد، وإذا لم يتحقق ذلك، لا يجوز لحامل السند المطالبة بإشهار إفلاس الشركة كما هو الحال بالنسبة للسندات الأخرى، وإنما يؤجل دفع هذه الفوائد إلى أن تحقق الشركة أرباحاً تكفي لدفعها وبذلك تشبه سندات الدخل في هذه الصفة الأسهم الممتازة. وبناء على ما تقدم فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة. وهذا يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى نسبياً من معدلات الفائدة على السندات المضمونة ولكنها تكون أقل استقراراً.

٥ - **تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:**

يصدر عقد الإصدار متضمناً حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر. ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء Call Provision ويخول هذا الشرط للجهة مصدرة السند الحق في استدعاء السندات المشمولة بهذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة. وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هي:

أ. **سندات غير قابلة للاستدعاء Non Callable Bonds**

وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

ب . السندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء Call Premium، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها، لأن شرط الاستدعاء كما سنبين فيما بعد يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي. لذا إذا كانت القيمة الاسمية لسند ما ١٠٠٠ دينار مثلاً، يحدد سعر استدعاء Call Price بعد إضافة علاوة الاستدعاء ولتكن ٥٠ ديناراً مثلاً بمبلغ ١٠٥٠ دينار.

وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء فمن سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة Freely Callable ، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وإذا امتنع عن ذلك يحرم من فائدة السند دون أن يرتب ذلك أية مسئولية على الجهة المصدرة. وهذا النوع من السندات نادر الوجود. بينما الأكثر شيوعاً هو السندات ذات الاستدعاء المؤجل Deferred Call والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين ٥-١٠ سنوات من تاريخ إصداره، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة ولكن بمجرد انتهاء هذه المهلة تصبح حريتها مطلقة في استدعائه.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن شرط الاستدعاء وكذلك طول مهلة الحماية يلعبان دوراً كبيراً في تحديد معدل فائدة السند. فالسندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك غير القابلة للاستدعاء. وحتى فيما بين السندات القابلة للاستدعاء تتفاوت معدلات الفائدة بتفاوت مهلة الحماية فكلما طالت مهلة حماية السند من

الاستدعاء، كلما نقص معدل الفائدة والعكس بالعكس. فسند قابل للاستدعاء ولكن بعد ٥ سنوات من إصداره يصدر بمعدل فائدة أعلى من سند من نفس الفئة يكون قابلاً للاستدعاء بعد ٨ سنوات.

٦- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل:

تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر، وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء والتي تعتبر ميزة للمصدر. ولذا فإن شرطي قابلية السند للاستدعاء وقابليته للتحويل يصدران في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر والمستثمر. ومن حيث القابلية للتحويل تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين:

أ . سندات غير قابلة للتحويل.

ب . سندات قابلة للتحويل.

أ - السندات غير القابلة للتحويل Non Convertible Bonds :

مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

ب - السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds:

تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سنداته إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد. فمثلاً إذا صدر سند بقيمة اسمية مقدارها ١٠٠٠ دينار وكان قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية بسعر ٤٠ دينار للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل وهي ٣ سنوات إلى ٢٥ سهماً عادياً. وقد أجازت المادة (١٢٥) من قانون الشركات الاردني رقم

(٢٣) لسنة ١٩٩٧ إصدار سندات قابلة للتحويل وذلك بشرط الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة.

وتوفر السندات القابلة للتحويل، مزايا مختلفة لجميع أطراف السوق المالي المصدر والمستثمر والوسيط. وسنحلل مزاياها لكل من المصدر والمستثمر بالتفصيل بإيضاح عملي سنورده فيما بعد، أما مزاياها بالنسبة لفئة الوسطاء، فهي أنها توفر لهم درجة عالية من المتاجرة بالملكية نظراً لانخفاض نسبة الهامش النقدي Margin المطلوب للمضاربة بها في السوق المالي والتي تقل عادة عن نسبة الهامش المطلوبة للمضاربة في الأسهم، مما يوفر لهم الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة عن طريق التعامل بها في السوق الثانوي. أما مزاياها بالنسبة للمصدر، فمن أهمها أنها توفر له فرصة الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة نسبياً، لأن السندات القابلة للتحويل تصدر كما أسلفنا بمعدلات فائدة أقل من السندات العادية. وأكثر المؤسسات استفادة من هذه الميزة هي التي تكون في بداية حياتها الإنتاجية أي في ما يعرف بمرحلة النمو Growth Stage. فالشركة أو المؤسسة في هذا الطور تكون غالباً في وضع مالي لا يسمح لها بتوزيع أرباح سنوية مرتفعة للمساهمين العاديين مما يجعل الأسعار السوقية لأسهمها منخفضة. ولذا إذا رغبت الشركة في زيادة رأسمالها عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة في هذه المرحلة فربما لا تجد الإقبال الكافي لتغطية الاكتتاب بهذه الأسهم. وعليه فالبديل المناسب يكون بإصدار سندات قابلة للتحويل تجذب المستثمر بوجود شرط القابلية للتحويل الذي يوفر له الفرصة لجني أرباح رأسمالية محتملة في حالة تحسن نشاط الشركة مستقبلاً وانعكاس هذا التحسن على الأسعار السوقية لأسهمها العادية.

من جانب آخر، فإن السندات القابلة للتحويل تجنب الشركة المصدرة المخاطر الناتجة عن ما يعرف بظاهرة الإغراق Dilution. ويقصد بهذه الظاهرة أنه في حالة زيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة فإن عدد المعروض من هذه الأسهم في السوق المالي

الثانوي سيزداد مما قد يترتب عنه انخفاض في السعر السوقي لسهم الشركة. لكن بإصدار سندات قابلة للتحويل عوضاً عن الأسهم يمكن تجنب هذه المخاطرة خصوصاً إذا ما أرفق الإصدار بشرط القابلية للاستدعاء والذي يتيح للشركة إجراء إطفاء تدريجي لهذه السندات حسب برنامج محدد.

وبخصوص المزايا المحققة للمستثمر من السندات القابلة للتحويل فهي متعددة ويمكن تلخيصها بالعبارة التالية "**توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند، مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر**". فمن جهة توفر له الفرصة لتحقق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم العادي عن سعر التحويل، كما أنها من جهة أخرى تحميه من تحقيق خسائر رأسمالية كبيرة في حالة انخفاض السعر السوقي للسهم العادي وذلك بفضل الأمان الذي يوفره السند. ذلك لأنه مهما انخفض السعر السوقي للسهم العادي للشركة المصدرة، فإن حامل السند القابل للتحويل يضمن على الأقل الحصول على سعر القاعدة للسند Floor Price والمتمثل بسعره السوقي كسند عادي بدون شرط القابلية للتحويل. عموماً لشرح أبعاد المزايا المترتبة على الاستثمار في السندات القابلة للتحويل بالنسبة لكل من المصدر والمستثمر نعرض الحالة العملية التالية:

[مث]ال:

في ١ كانون ثاني ١٩٩٧ أصدرت شركة مساهمة عامة أردنية سندات [قابلة ل]لتحويل فئة (أ) بقيمة اسمية مقدارها ١٠٠٠ دينار للسند الواحد، وبكوبون [مقد]ار ٨% (في وقت كان فيه الكوبون السائد لسندات عادية من نفس الفئة [يعاد]ل ١٠%)، ويستحق السند بعد ١٨ عاماً. وقد اشتمل عقد إصدار السندات [على] الشرطين التاليين:

- قابلية الاستدعاء بسعر يعادل ١٠٨% من القيمة الاسمية وذلك خلال مدة تسري بعد مضي ٣ سنوات من تاريخ الإصدار.

٢ - قابلية التحويل إلى أسهم عادية بسعر السهم ٤٠ ديناراً (القيمة الاسمية للسهم العادي ٣٦ ديناراً)، وتمتد فترة القابلية للتحويل إلى ٥ سنوات بدءاً من تاريخه الإصدار.

والمطلوب تحليل المزايا والعيوب التي يمكن أن تحقق بالنسبة لكل من المصدر والمستثمر في هذه السندات وذلك بسبب ما قد يحدث في السعر السوقي للسهم العادي للشركة من تقلبات.

أ - في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم العادي:

لنفرض أنه بعد مضي سنتين من تاريخه الإصدار وبسبب تزايد أرباح الشركة المصدرة ارتفع سعر سهمها العادي إلى ٤٥ ديناراً. فما ردود الفعل المتوقعة حيال ذلك من جانب كل من المصدر والمستثمر؟

في هذه الحالة ونظراً لأن التقلب الحادث في السعر السوقي للسهم حدث خلال الفترة المسموح خلالها بالتحويل، وخلال فترة الحماية من الاستدعاء فإن زمام المبادرة يكون بيد المستثمر وعليه سيكون القرار المحتمل اتخاذه هو قرار تحويل لأنه سيتحرر من أية مؤثرات لقرار الاستدعاء من جانب المصدر وهكذا فالمتغيرات التي ستتدخل في اتخاذ هذا القرار هي:

١ - القيمة الاسمية للسند ومقدارها ١٠٠٠ دينار.

٢ - القيمة التحويلية للسند Conversion Value ومقدارها:

$$\frac{١٠٠٠}{٤٠} \times ٤٥ = ١١٢٥ \text{ دينار.}$$

٣ - فترة القابلية للتحويل وتمتد من ٨٧/١/١ - ٩٩/١٢/٣١ . ويكون المستثمر إزاء ما تقدم أمام خيارين:

أولهما : أن يبادر بتحويل السند إلى أسهم عادية مكتفياً بتحقيق ما مقداره ١٢٥ ديناراً من الربح الرأسمالي في كل سند.

وثانيهما: أو أن يتحمل مخاطرة الانتظار طمعاً في ارتفاع أكبر للسعر السوقي للسهم ليحقق من ورائه مزيداً من المكاسب الرأسمالية. وفي هذه

الحالة عليه أن يتحمل مخاطرة احتمال هبوط السعر السوقي بدلاً من ارتفاعه.

عموماً لنفرض أن حامل السند اختار جانب الأمان فقرر تحويل جميع ما لديه من سندات إلى أسهم عادية. هنا سيحقق ربحاً رأسمالياً في كل سند مقداره الفرق بين القيمة التحويلية وقيمته الاسمية أي ما يعادل:

١١٢٥ - ١٠٠٠ = ١٢٥ دينار.

بينما سيتحمل المصدر في هذه الحالة خسارة رأسمالية مماثلة كان سيتلافاها لو كان بإمكانه استخدام حقه في استدعاء السند للإطفاء، ولكن ذلك لن يتحقق له لأن عملية التحويل ستحدث كما أسلفنا خلال فترة يتمتع بها المستثمر بشرط الحماية من الاستدعاء. لكن ما يجب ملاحظته هنا هو أن الخسارة التي سيتحملها المصدر ليست خسارة بالمعنى المعروف للخسارة وإنما هي خسارة الفرصة البديلة. بمعنى أن المصدر لم يدفع من أمواله ما حققه المستثمر من مكاسب، وإنما ضاعت عليه أرباح كان بإمكانه تحقيقها لو استطاع منع عملية التحويل، وتولى هو بنفسه بيع الأسهم في السوق المالي. لكن هذه هي طبيعة الاستثمار، إذ كان على المصدر أن يتحمل مثل هذه المخاطرة، والتي لولاها لما قبل المستثمر شراء السند القابل للتحويل بكوبون ٨% بينما كان يمكنه شراء سند مماثل ولكن بدون شرط التحويل بكوبون أعلى وهو ١٠%. وعليه يمكن اعتبار فروق الفائدة المدفوعة للسند عن سنتين بالسعرين أعلاه بمثابة فائدة محققة للمصدر. فقد دفع المصدر عن كل سند قابل للتحويل فائدة مقدارها ١٦٠ دينار عن سنتين، بينما كان عليه أن يدفع ٢٠٠ دينار لو كان سنداً عادياً والفرق بين المبلغين وهو بمثابة وفر حققه المصدر في تكلفة التمويل.

والآن لنفترض أن الارتفاع في سعر السهم قد تأخر إلى عام ٢٠٠٠ بدلاً من حدوثه عام ١٩٩٩ فما نتيجة ذلك على مصلحة كل من المصدر والمستثمر؟

هنا سينتقل زمام المبادرة في اتخاذ القرار إلى يد المصدر لأن المستثمر في هذه الفترة يكون قد خرج من مظلة شرط الحماية ويكون حق المصدر في استدعاء السند للإطفاء سارياً. وعلى هذا الأساس وحتى لو أراد المستثمر تحويل

السند إلى أسهم سعياً وراء مكاسب رأسمالية يحققها، فإن عليه أن يتوقع ردود فعل المصدر على هذا القرار والذي سيحاول قطع الطريق عليه باستخدام حقه في الاستدعاء. لذا سيكون القرار في مثل هذه الحالة هو قرار استدعاء بالدرجة الأولى طالما أن المصدر هو الطرف الأقوى.

أما المتغيرات التي ستتدخل في اتخاذ هذا القرار فهي:

١ - سعر الاستدعاء ويساوي $١٠٠٠ \times \frac{١٠٨}{١٠٠} = ١٠٨٠$ دينار

٢ - القيمة التحويلية للسند وهي كما احتسبت سابقاً ١١٢٥ دينار.

٣ - شرط الاستدعاء والذي تبدأ فترة سريانه من ٢٠٠٠/١/١. وهنا سيخضع قرار الاستدعاء من جانب المصدر لعملية مقارنة بين القيمة التحويلية من جانب وسعر الاستدعاء من جانب آخر. فإذا كانت القيمة التحويلية أكبر من سعر الاستدعاء عليه أن يبادر باستدعاء السند لإطفائه. أما إذا كانت القيمة التحويلية أقل فقراره هنا يحتاج إلى دراسة متشعبة سنتعرض لها بالنسبة لحالتنا قيد البحث بمقارنة القيمة التحويلية بسعر الاستدعاء نجد أن

$$١١٢٥ > ١٠٨٠$$

لذا على المصدر اتخاذ قرار الاستدعاء لأن ذلك سيحقق له ربحاً رأسمالياً مقداره ٤٥ ديناراً في كل سند يحوله. هذا بجانب أنه بإطفاء السندات المحولة يكون قد وفر على نفسه دفع الفوائد التي ستترتب على بقاء السندات لحين موعد استحقاقها بعد ١٣ عاماً.

والسؤال الذي يطرح بعد ذلك هو ماذا ستكون عليه ردود الفعل لدى كل من المصدر والمستثمر فيما لو ارتفع سعر السهم السوقي إلى ٤٢ ديناراً فقط وليس إلى ٤٥ ديناراً؟

هنا تحتاج المسألة لدراسة وتقييم من جانب كل من المستثمر والمصدر. فبالنسبة للمستثمر عليه أن لا يتخذ قراره هنا كما هو الحال سابقاً على ضوء مقارنة بين القيمة التحويلية والقيمة الاسمية فقط، بل عليه أن يدخل سعر الاستدعاء في الحسبان أيضاً وذلك على النحو التالي:

القيمة التحويلية للسند = $\frac{١٠٠٠}{٤٠} \times ٤٢ = ١٠٥٠$ دينار

مع أن القيمة التحويلية هنا أكبر من القيمة الاسمية

$$١٠٥٠ > ١٠٠٠$$

إلا أنه ليس من مصلحة المستثمر تحويل السند إلى أسهم بل من مصلحته إبقاء السند بدون تحويل. لأنه في هذه الحالة لن يخشى شرط الاستدعاء لأن استدعاء السند سيعود عليه بسعر الاستدعاء وهو ١٠٨٠ دينار وبذلك يحقق ربحاً رأسمالياً إضافياً مقداره ٣٠ ديناراً. أما إذا لم يقم المصدر باستدعاء السند فإنه أيضاً من مصلحة المستثمر خصوصاً إذا كانت أسعار الفائدة السوقية منخفضة، لأن من مصلحته الاحتفاظ بالسند لحين حلول موعد استحقاقه فيجني دخلاً ثابتاً مرتفعاً على مدار هذه الفترة.

أما المصدر فعليه هو الآخر اتخاذ قراره على ضوء متغير جديد هو سعر الفائدة السوقية. فإذا كان سعر الفائدة هابطاً أي أقل من ٨% وهو معدل كوبون السند، عليه هنا انتظار مبادرة المستثمر حامل السند لتحويله، فإذا لم يحدث ذلك لأنه غير متوقع، فعليه حينئذ أن يبادر بنفسه إلى استدعاء السند لإطفاء حتى لو كلفه ٣٠ ديناراً خسارة رأسمالية في كل سند يستدعيه. لأن تصديه بهذه الخسارة سيعوضها من جانب آخر بالوفر المحقق في فائدة السندات التي سيدفعها عن إصدار جديد بكوبون أقل. فمثلاً في حالة انخفاض سعر الفائدة إلى ٦% فإن إصداراً بهذا السعر سيحقق للمصدر وفراً سنوياً عن كل سند يصدره مقداره ٢٠ ديناراً، ممثلاً بالفرق بين الفائدة السنوية للسند بسعر ٨% وفائدته السنوية بسعر ٦%. ويكون الوفر المحقق من كل سند تم اطفاؤه في السنة الثالثة من اصداره:

$$١٥ \times ٢٠ = ٣٠٠$$ دينار

وعليه فالفائدة المحققة للمصدر من كل سند يتم اطفاؤه بسعر الاستدعاء هي:

$$٣٠٠ - ٣٠ = ٢٧٠$$ دينار

أما إذا كان سعر الفائدة السوقي صاعداً فليس من مصلحة المصدر استدعاء السند على الإطلاق.

ب - في حالة هبوط السعر السوقي للسهم العادي:

لنفرض في المثال السابق أنه بعد سنتين من تاريخ الإصدار انخفض سعر السهم العادي إلى ٢٥ ديناراً فيما النتائج التي ستترتب على ذلك بالنسبة لكل من مصدر السندات القابلة للتحويل وحاملها في المثال السابق؟

هنا أيضاً وكما هو الحال سابقاً سيقوم كل من المصدر والمستثمر بدراسة المشكلة على ضوء المتغيرات نفسها وهي:

١ - القيمة الاسمية للسند وتساوي ١٠٠٠ دينار.

٢ - سعر الاستدعاء ويساوي ١٠٨٠ دينار.

٣ - القيمة التحويلية للسند وتساوي $\frac{١٠٨٠}{٤٠} \times ٢٥ =$ **٦٧٥ دينار**

بمقارنة سريعة بين الأرقام الثلاثة أعلاه يتبين لنا بأنه ليس من مصلحة المستثمر استخدام حقه في التحويل، كما أنه ليس من مصلحة المصدر استخدام حقه في الاستدعاء (حتى لو حدث الهبوط في السعر السوقي للسهم خلال الفترة المسموح بها بالاستدعاء) ذلك لأنه سيترتب على أي من القرارين خسارة رأسمالية لصاحبه وبناء عليه ستتفق مصلحة الطرفين في إبقاء السند على حاله بدون تحويل وبدون استدعاء. وعلينا في هذه الحالة دراسة وتحليل الآثار المترتبة على ذلك بالنسبة لكل منهما.

بالنسبة للمستثمر عليه أن يتوقع تحمل خسارة رأسمالية، لأن هبوط السعر السوقي لسهم الشركة المصدرة لا بد أن يرافقه هبوط مواز في أسعار سنداتها أيضاً ولكن خاصية الأمان التي يتميز بها السند بالإضافة إلى الميزة الإضافية وهي القابلية للتحويل تجعل هبوط السعر السوقي للسند يقف عند حد معين لا يتجاوزه هو **سعر القاعدة المشار** إليه سابقاً. وسيقع هذا السعر في نقطة ما بين القيمة الإسمية ومقدارها ١٠٠٠ دينار، والقيمة التحويلية وهي ٦٢٥ دينار. وإذا ما أخذنا في الحسبان كوبون هذا السند وهو بمعدل **٨% وأجله وهو**

[...] عاماً، فسنجد باستخدام جداول القيمة الحالية أن مستثمراً يرغب في تحقيق [...] عائد لحين استحقاق السند بمعدل ٩% يكون مستعداً لدفع مبلغ ٩١٢,٥ دينار في شراء هذا السند. وبمقارنة مدى الهبوط في سعر السهم العادي عن قيمته الاسمية وهو بمعدل ٣٠% (من ٣٦ إلى ٢٥ ديناراً) بالهبوط في سعر السند عن قيمته الاسمية وهو بمعدل ٦% (من ١٠٠٠ إلى ٩١٢,٥) يتبين مدى هامش الأمان الذي توفر للمستثمر في السند القابل للتحويل عن المستثمر في السهم العادي لنفس الشركة.

أما عن رد الفعل المتوقع من جانب المصدر تجاه هبوط السعر السوقي للسهم العادي فهو كما ذكرنا الإحجام عن استخدام حقه في استدعاء السند للإطفاء. لأن استدعاء السند ودفع سعر الاستدعاء وهو ١٠٨٠ دينار سيحمله خسارة رأسمالية مقدارها:

١٠٨٠ - ٦٢٥ = ٤٧٥ دينار.

لكن المصدر قد يستدعي السند للإطفاء في حالة واحدة فقط وهي إذا كانت الخسارة الرأسمالية التي سيتحملها أقل من الوفورات التي كان سيحققها من جانب فوائد السند لحين الاستحقاق. وتزداد الفرصة أمامه لتحقيق مثل هذه الوفورات إذا كانت أسعار الفائدة السوقية هابطة بحيث تضمن له عقب إطفاء السندات إصدار سندات جديدة بأسعار فائدة أقل.

٧- السندات الدولية Eurobonds

يطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مقترض أجنبي. وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية Foreign Bonds والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه. فمثلاً لو أن فرعاً لشركة استثمار أردنية في لندن أصدر سندات بالجنيه الاسترليني لصالح بنك فرنسي، يقال عن هذه السندات بأنها أجنبية، بينما لو تم الإصدار بالدولار بدلاً من الجنيه الاسترليني كانت السندات دولية.

وقد اكتسب سوق السندات الدولية تسميته من نفس الأسباب التي اكتسب بها سوق اليورودولار تسميته أيضاً. ذلك لأن الأسواق المالية في أوروبا كانت أول من شهد إصدار هذه السندات وذلك في بداية عام ١٩٦٣ حين لجأت بعض الشركات الأمريكية إلى الإيعاز لفروعها في أوروبا لإصدار مثل هذه السندات تهرباً من الضرائب التي فرضت على السندات الأجنبية. وتتراوح آجال السندات الدولية بشكل عام بين ١٠-١٥ سنة، ويندر وجود سندات قابلة للتحويل منها لكن معظمها من النوع القابل للاستدعاء. كما أن منها من يصدر مقروناً بشرط خيار العملة Currency Option الذي يوفر لحامل السند الحق في اختيار نوع العملة التي يحصل بها فوائد السند وقيمته الاسمية. كذلك وبقصد الترويج لـ السندات في أسواق رأس المال صارت تصدر منذ عام ١٩٧٠ بما يعرف بالوحدة الحسابية الأوروبية (EUA) Europian Unit of Account والتي تتمثل بوزن معين من الذهب يساوي قيمة الدولار الأمريكي في تاريخ الإصدار كل ذلك بقصد حماية المستثمر في هذه السندات من أخطار التقلبات التي تحدث في أسعار العملة. وتمتاز السندات الدولية بميزة الإعفاء الضريبي، وهذه ميزة تضاف إلى مزاياها السابقة والتي جعلتها ركناً أساسياً لسوق المال على مستوى عالمي.

مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:

حتى بداية السبعينات، كانت السندات تحتل مركزاً هامشياً بين الأوراق المالية من حيث حيازتها على اهتمامات المستثمرين. وقد نتج ذلك عن عدة عوامل أهمها جهل المستثمرين الأفراد لأصول التعامل بها من جهة، ولعدم تشجيع سماسرة الأوراق المالية من جهة أخرى على التعامل بها وذلك حفاظاً منهم على مصلحة ذاتية لأن العمولة التي يتقاضونها على بيع السندات تقل عن تلك التي يتقاضونها على الأسهم. هذا إضافة إلى أن ميل المستثمرين في السندات للاحتفاظ بها لفترة طويلة من الزمن تقلل إلى حد كبير من سرعة دورانها فتخفض بالتالي من الفرص المتاحة أمام السماسرة لجني العمولة.

لكن منذ بداية السبعينات شهد سوق السندات انتعاشاً ملحوظاً في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم بعد ذلك في سوق السندات الدولية في أوروبا حيث بدأت السندات تحتل مركزاً هاماً نسبياً في المحافظ الاستثمارية. وقد زاد من انتعاش سوق السندات ظهور إصدارات ذات نوعية جيدة، وبآجال قصيرة أو متوسطة شجعت المستثمرين على الاتجاه إليها خصوصاً نحو السندات القابلة للتحويل.

أولاً - مزايا الاستثمار في السندات:

تنبع الميزة الرئيسية للسندات من كونها أداة استثمار من أدوات الدين ذات الدخل الثابت، لذا فهي تصدر بشروط توفر لحاملها مزايا أساسية أهمها:

١- ميزة ثبات واستمرارية العائد Stability and Continuity of Return ذلك لأن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة على عكس ما هو الحال لمقسوم السهم Dividend والذي لا يدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحاً يكفي للتوزيع وبعد توصية بذلك من مجلس إدارة الشركة تخضع لموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.

٢- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر Security of Principal. فالسند يصدر في الغالب مضموناً إما بأصل محدد من أصول الشركة، أو بجملة أصولها، وبالإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند عن حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء دينه على الشركة عن تسييل أصولها سواء بسبب التصفية أو بسبب الإفلاس.

٣- كما توفر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلاً) للمستثمر فيها ميزة الإعفاءات الضريبية.

لذا يتجه للاستثمار في السندات أنماط محددة من المستثمرين هم غالباً المستثمرون المتحفظون الذين لا يميلون إلى المضاربة. في حين يتجه المضاربون إلى سوق الأسهم حيث تتقلب أسعارها السوقية في مدى واسع يتيح لهم تحقيق أرباح رأسمالية.

ثانياً –مخاطر الاستثمار في السندات

لكن مقابل المزايا آنفة الذكر للاستثمار في السندات، هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون فيها تتطلب منهم الحرص والعناية في تحليل هذه المخاطر قبل الإقدام على اتخاذ قرارهم الاستثماري. ونظراً لما لذلك من أهمية سنلقي بعض الأضواء على هذه المخاطر.

١ – مخاطر السيولة:

تفتقر السندات لخاصية السيولة، خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل أو متى كانت من فئة متدنية الجودة Poor quality . وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوى الشرائية لوحدة النقد Purchasing Power Risk في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها. وكلما طال أجل السند، ترتفع هذه المخاطر والعكس بالعكس.

ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى، ينصح المستثمرون في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار وهي:

أ – حجم الإصدار Size of Issue .

ب – حجم الصفقة Volume of Trading .

جـ – فئة السند Bond Rating .

إذ كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقة التعامل، وارتفعت فئة السند كلما زادت سيولته والعكس بالعكس.

٢ – مخاطر تقلب أسعار الفائدة:

تتحرك أسعار السندات صعوداً أو هبوطاً باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال. من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصاً في فترات التضخم. إذ في مثل هذه الأحوال يضطر معظم حملة السندات إلى التخلص مما

لديهم من سندات مما يغرق السوق المالي بها فتنخفض أسعارها. ومثلما هو الحال بالنسبة لمخاطر القوى الشرائية فالأكثر تعرضاً لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل.

٣ – مخاطر استدعاء السند:

تصدر بعض الشركات سنداتها مقرونة بشرط الاستدعاء The Call Feature . ويعطي هذا الشرط للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة بقيمة محددة تسمى القيمة الإستدعائية للسند والتي غالباً ما تكون أعلى من قيمته الاسمية بعلاوة تسمى علاوة الاستدعاء. ويكون شرط الاستدعاء ملازماً في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل Convertible Bonds، لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتها في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية Convertible Value للسند أكبر من قيمته الاستدعائية ما يغري الشركة المصدرة على استدعاء سنداتها وذلك لقطع الطريق على حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية. ويحدث ذلك في الغالب متى انخفضت أسعار الفائدة السوقية.

لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار Identure التأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء Call Protection كذلك عليهم استغلال شرط التحويل في حالة وجوده بطريقة تحقق مصالحهم، وتحميهم من مخاطر استدعاء السند.

٤ – مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفىء سنوياً نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة. ويستغل المصدرون شرط الإطفاء Sinking Fund Provision في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعاً في السعر السوقي للسند مقارناً بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء

ملحقين بذلك أضراراً كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية للوقوف على أبعاد هذا الشرط بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة وللتأكد فيما إذا كان يشمل جميع الإصدار أم جزءاً منه، أو يشمل فئة محددة من السندات أم جميع فئاتها بدون استثناء.

٥ - مخاطر الرفع المالي:

طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائني الشركة المصدرة لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي Financial Leverage للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون)، ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين).

من هنا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود النسب المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة، يحمل في ثناياه مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينازعونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو للإفلاس. هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة المصدرة للحدود المعقولة يصاحبه غالباً انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات الصادرة عنها.

لذا ينصح المستثمرون في السندات أن يتفحصوا قبل إقدامهم على شراء السندات ميزانية الشركة المصدرة للتعرف على هيكل رأسمالها من جهة، وكذلك على الأصول التي سبق للشركة أن قدمتها كضمان لإصدارات سابقة من جهة أخرى.

٦ - مخاطر الإفلاس:

مع حقيقة أن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية الموفر لحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة. إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات ستنعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معاً.

لذا ينصح المستثمرون في السندات بتوجيه مدخراتهم للاستثمار في السندات ذات النوعية الجيدة والصادرة عن شركات تتمتع بملاءة مالية جيدة.

ثالثاً - أسس ترتيب السندات وفقاً لمستوى جودتها Bonds Rating

يقصد بترتيب السندات تصنيفها في فئات وفقاً لجودتها كأداة استثمارية. ويلعب هذا التصنيف دوراً هاماً في تنشيط سوق السندات وذلك لأهميته في تقييم مخاطر السندات وانعكاسات هذه المخاطر على تقلب أسعارها في الأسواق المالية. ولذا تتوقف سيولة السند، وسعر فائدته إلى حد كبير على الفئة التي يصنف فيها. وتقوم بعملية تصنيف السندات أو ترتيبها في العادة منظمات أو وكالات متخصصة وعلى درجة عالية من الخبرة منها على سبيل المثال لا الحصر، الوكالات الثلاث التالية:

١- Moody's Investor Service وهي تصنف السندات في (٩) رتب تبدأ بفئة (Ba) وتنتهي بفئة (C).

٢- Standard and Poor's Corporation وتصنف السندات هي الأخرى في (٩) رتب تبدأ بفئة (AAA) وتنتهي بفئة (DDD-D).

٣- Fich Investors Corporation وتصنف السندات في (١٠) رتب تبدأ بفئة (AAA) وتنتهي بفئة (DDD-DD).

ومن الجدير بالذكر أنه لا توجد معايير متعارف عليها لتصنيف السندات، إلا أن المتفق عليه هو أن أهم العناصر التي تلعب دوراً أساسياً في هذا التصنيف هي العائد، والمخاطرة، والقابلية للتسويق أو السيولة.

لكن جرت العادة على الاسترشاد بمجموعة من المؤشرات في تصنيف سندات الشركات لعل من أهمها ما يلي:

١ - نوعية الإدارة Management Quality :

ويدخل في هذا الإطار تعريف أهداف الإدارة، وتقييم خططها لتحقيق هذه الأهداف، ثم مدى نجاح سياساتها المالية والتشغيلية وكذلك مدى فعالية خططها المستقبلية.

٢ - مستوى ومدى ثبات ربحية الشركة

Level and Stability of Earnings

لكي تستطيع الشركة المصدرة، خدمة السندات الصادرة عنها وتوفير الأموال المطلوبة لسدادها، يجب أن تحقق أرباحاً كافية ومستمرة تضمن تحقيق هذا الهدف.

وثبات أو استمرارية ربحية الشركة أكثر أهمية من كمية الربح. فشركة ذات ربحية متوسطة لكنها تتسم بالاستمرارية، أفضل من شركة حققت ربحية مرتفعة لكنها تتسم بالتقلب.

ومن العوامل الأخرى التي تؤخذ بعين الاعتبار ضمن هذا الإطار أي عامل ربحية الشركة ما يلي:

أ - طبيعة نشاط الشركة ومركزها التنافسي في الصناعة التي تعمل فيها.

ب - عمر وحجم الشركة.

ج - نوع منتجات الشركة.

د - الأداء السابق للشركة، وأداؤها المتوقع في المستقبل.

٣ - الموارد المالية للشركة Financial Resources

يتم تقييم السيولة الحالية للشركة، وكذلك قدرتها في الحصول على موارد مالية إضافية من مصادر تمويل خارجية، كما يتم تقييم المركز النقدي للشركة بتحليل التدفق النقدي المتوقع على مدار عدة سنوات تالية، ويتم أيضاً تقييم ملاءة الشركة Solvency من خلال تحليل هيكل رأسمالها، وباستخدام ما يعرف بنسب الرفع المالي.

٤- مدى الحماية المتوفرة لأصول الشركة Assets Protection

يتم تقييم مدى هامش الأمان المتوفر لأصول الشركة باستخدام بعض المؤشرات مثل: نسبة الديون طويلة الأجل / الأصول الثابتة. كما يتم التحقق من وجود هذه الأصول، ومن سلامة طرق تقييمها أيضاً كما يتم التعرف على قيمها السوقية.

٥- شروط الإصدار Identure Provisions

يشمل عقد إصدار السند في العادة كثيراً من الشروط مثل الضمانات المتوفرة للسند، أو قابلية السند للتحويل، أو قابليته للاستدعاء أو للإطفاء. وشروط كهذه تؤثر بالطبع على رتبة السند.

هذا ومن الجدير بالذكر، هو أن الوكالات المتخصصة بتصنيف السندات تقوم بإعادة النظر في هذا التصنيف بصفة دورية (سنوياً) وذلك في ضوء أحدث المعلومات التي تتوفر لها عن الشركات المصدرة للسندات.

أسئلة وتطبيقات الفصل السادس

١ - ماذا يقصد بالكفاءة الداخلية وبالكفاءة الخارجية للسوق المالي؟ وما مؤشرات كل منهما؟

٢ - عدد مستويات الكفاءة المحتملة للسوق المالي. وما المعيار المستخدم لتمييز كل من هذه المستويات؟

٣ - أي من مستويات الكفاءة للسوق المالي ينفي الحاجة إلى المحللين الماليين، وأي منها تتلاشى فيها الفرص لجني أرباح غير عادية؟

٤ - ينعكس مستوى كفاءة السوق المالي على الآلية التي تحكم حركة الأسعار فيه، فسر مدلول هذه العبارة.

٥ - متى أنشئ سوق عمان المالي؟ عدد الأعضاء الرئيسيين في هذا السوق.

٦ - عدد أركان السوق المالي ودور كل منها في آلية السوق.

٧ - أعط أمثلة لما يلي:
الوكلاء ، إصدار أولي ، إصدار حكومي ، إصدار طويل الأجل ، إصدار غير مضمون.

٨ - حدد قانون سوق عمان المالي رقم (١) لسنة ١٩٩٠ الشروط التي يجب توفرها في الوسيط المالي. أذكر ثلاثة من هذه الشروط.

٩ - ما الفرق بين دور كل من سمسار الأوراق المالية، ووكيل إصدار الأوراق المالية؟ وصانع الأسواق؟

١٠ - قارن بين دور الوسيط المحدد في الاتفاقية الاستشارية، ودوره المحدد في الاتفاقية الإدارية.

١١ - أذكر أمثلة لصور الأوامر التي يمكن للمستثمر في السوق المالي أن يصدرها إلى السمسار. ثم ميز دور السمسار في كل منها.

١٢ - ما أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين السوق النظامي، والسوق الموازي؟

١٣ - عدد أهم الأدوات المتداولة في سوق النقد، وأهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.

١٤ - لكل من سوق النقد، وسوق رأس المال دوره المميز في بناء تنشيط عملية الاستثمار. حدد باختصار هذا الدور.

١٥ - ما الميزة التي توفرها للمستثمر كل من الأدوات التالية؟
شهادات الإيداع المصرفية، أذونات الخزينة ، القبولات المصرفية ، الأسهم الممتازة ، السندات، الخيارات.

١٦ - ماذا يقصد بسوق اليورودولار؟ وعلل باختصار أهميته المتزايدة في أسواق المال الدولية.

١٧ - حدد الفروق الرئيسة بين خواص السهم وخواص السند.

١٨ - يوفر السهم العادي لحامله مزايا تختلف عن تلك التي يوفرها السهم الممتاز لحامله. أذكر بعض مزايا وعيوب كل منهما.

١٩ - أي من الأدوات التالية يزيد من مخاطر الرفع المالي للشركة المصدرة؟
السهم الممتاز ، السهم العادي ، السند.

٢٠ - من مصلحة الشركة التي تصدر سندات قابلة للتحويل أن ترفق إصدارها بشرط القابلية للاستدعاء . علل ذلك.

٢١ - فرق بين مدلول المصطلحات التالية بالنسبة للسند:
القيمة الاسمية ، القيمة التحويلية ، القيمة السوقية
القيمة الحالية ، القيمة الاستدعائية .

٢٢ - للاستثمار في السندات مزايا كما له عيوب. اشرح هذه العبارة بأمثلة.

٢٣ - عدد أهم مصادر مخاطر الاستثمارات في السندات.

٢٤ - اذكر أسماء بعض المؤسسات المتخصصة في تصنيف السندات حسب جودتها، وعدد أهم المؤشرات التي تسترشد بها في هذا التصنيف.

٢٥ - أصدر البنك المركزي الأردني أذونات خزينة من فئة ١٠٠ دينار تستحق بعد ٦ شهور . فإذا كان سعر الخصم السائد بالنسبة للأذونات كما يلي: ٧% ، ٦% . حدد سعر الشراء وسعر البيع لهذا النوع من الأذونات.

٢٦ - ما يلي جزء من حقوق مساهمي شركة الصناعات الغذائية شركة مساهمة عامة وذلك كما ظهرت بميزانيتها المعدة في ١٩٩٢/١٢/٣١:

أسهم عادية (٨ مليون سهم عادي بقيمة اسمية ١ دينار للسهم).	٨ مليون دينار
أسهم ممتازة (٢٠٠ ألف سهم ممتاز ١٠% القيمة الاسمية للسهم ٢٠ دينار)	٤ مليون دينار
المجموع :	١٢ مليون دينار

وقد وافقت الهيئة العامة للشركة على توصية مجلس الإدارة بتوزيع أرباح نقدية قيمتها ٢ مليون دينار على المساهمين.

المطلوب:

تحديد نصيب كل من المساهمين العاديين، والمساهمين الممتازين، تحت كل حالة من الحالات التالية:

أ – الأسهم الممتازة غير مجمعة وغير مشاركة بالأرباح.

ب – الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح دون أن تكون مشاركة فيها.

ج – الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح لكنها مشاركة بالكامل.

د – الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ومشاركة بالكامل مع وجود توزيعات متأخرة.

هـ – الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ومشاركة جزئياً في حدود ١٢% من الأرباح مع وجود توزيعات متأخرة.

٢٧ – في ١ يناير ١٩٩٣ أصدرت شركة مساهمة سندات فئة (أ) قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بقيمة اسمية مقدارها ١٠٠ دينار للسند الواحد وكوبون ٩% ، وكان سعر الفائدة السائد لسندات عادية من نفس الفئة ١٢% وتستحق هذه السندات بعد ١٠ سنوات. وقد اشتمل عقد إصدار السندات على الشرطين التاليين:

١ – يمكن استدعاء السند بعد ٢ سنة من تاريخ إصداره بسعر يعادل ١٣٠% من قيمته الاسمية.

٢ - يمكن تحويل السند إلى أسهم عادية بسعر السهم ٤٠ دينار (القيمة الاسمية للسهم ٣٥ ديناراً) وذلك خلال فترة ٣ سنوات من تاريخ الإصدار.

أ. بافتراض أن مستثمراً يحمل ٥٠ سنداً وارتفع سعر السهم العادي للشركة في ١٩٩٤/٢/٥ ليصبح ٥٠ ديناراً، فقام بتحويل سنداته إلى أسهم. حدد قيمة المكاسب الرأسمالية التي يحققها، وحدد الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ب. لنفترض أن تاريخ ارتفاع سعر السهم تأخر إلى ١٩٩٥/٣/٥ وكنت محللاً مالياً، هل تنصح الشركة باستدعاء سنداتها للإطفاء؟ علل ذلك.

جـ. لنفترض أن سعر اسهم انخفض بعد سنة من الإصدار إلى ٢٥ ديناراً وكان معدل العائد على الاستثمار السائد حينئذ ١٠% بين مزايا الأمان التي يوفرها السند القابل للتحويل لحامله.

الفصل الثامن

المشتقات المالية

أولاً: مقدمة

ثانياً: ماهية المشتقات المالية

ثالثاً: مخاطر ومزايا التعامل بالمشتقات المالية

رابعاً: أنواع المشـــتقات المالية:

١- الخيارات

٢- العقود المستقبلية

٣- عقود المقايضة أو المبادلة.

الفصل الثامن
المشـــتقات المـــالية

أولاً: مقدمة

تزايدت أهمية المشتقات المالية Financial Derivatives على مـــدار العقدين الأخيرين من القرن الجاري بسبب الثورة التي حدثـــت فـــي تكنولوجيـــا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها فيمـــا يعـــرف بعصـــر العولمة Globalization زادت عمقاً واتساعاً. وقد قادت الثورة الحادثـــة فـــي عالمي الاستثمار والتمويل، وما صاحبها من تعاظم ظاهرة تقلب أســـعار الفـــائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات اســـتثمارية جديـــدة غـــير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقـــل وتوزيـــع المخـــاطر Risk Transfer and Diversification ، مما يساعد في توفير عنصر السيولة فـــي السوق الثانوي، وبذلك توفر لهذا السوق خاصتي العمق والاتساع وفـــي اتجـــاه يؤدي إلى تحسين كفاءته. ونظراً لتعاظم دور المشتقات المالية كأدوات للمضاربة والتحوط، أولتها الجهات الرسمية والمهنية عناية فائقة، سواء من ناحيـــة وضـــع القوانين والتشريعات التي تحكم التعامل بها، أو مـــن ناحيـــة وضـــع المعـــايير المحاسبية التي تحكم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وبتقييمها والإفصاح عنـــها في البيانات المحاسبية. وهكذا أصدر المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين فـــي هذا السياق عدة معايير كان آخرهـــا المعيـــار (١١٩) الصـــادر عـــام ١٩٩٤ ، تحت عنوان FASB Statement No. 119 ، كما أصدرت اللجنـــة الدوليـــة للمعايير المحاسبية IASC المعيار المحاسبي الدولي رقم (٣٢) عـــام ١٩٩٦ .

وبذلك كانت المشتقات المالية سبباً في نشوء منهج محاسبي جديد يعرف بمحاسبة التحوط Hedge Accounting يقوم على أسس وقواعد جديدة تختلـــف عـــن الأسس والقواعد التقليدية المتعارف عليها في المحاسبة عن الاســـتثمارات فـــي الأدوات المالية الأساسية ســـواء مـــن حيـــث شـــروط ومتطلبـــات الاعـــتراف

Recognition بالموجودات والمطلوبات التي تنشأ عن التعامل بتلك المشتقات، أم من حيث أساليب قياسها وتقييمها والإفصاح عنها.

ثانياً: ماهية المشتقات المالية

يمكن فهم مدلول المشتقات المالية في ضوء مقارنتها بمدلول الأدوات المالية الأولية أو الأصلية Primary Instruments . فالثانية أي الأدوات المالية الأولية أو الأصلية تشمل تلك الأدوات التي تظهر أو تدرج في صلب الميزانية On-Balance-Sheet Instruments والتي يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسددها من يرغب في تملكها أو حيازتها، يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من يبيعها أو يصدرها. كما يتم اطفاؤها عادة إما عند بيعها أو لدى انتهاء أجلها. ومن الأمثلة عليها الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الدين أو أدوات الملكية.

وعلى خلاف ما تقدم، فإن معظم المشتقات المالية هي من أدوات خارج الميزانية Off-Balance-Sheet Instruments ، لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً تبادلياً مشروطاً Contingent Liability، إلا أنها إما لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً. ولذا يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح (الاستثمارات الصفرية) Zero - Investments. ومن الأمثلة على هذه المشتقات: عقود الخيار Options والعقود المستقبلية Future Contracts والعقود الآجلة Forward Contracts ، والمقايضات أو المبادلات Swaps .

ضمن الإطار السابق يمكن فهم المشتقات المالية على أنها عبارة عن عقود فرعية تبني أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية: عملات أجنبية، سلع...الخ.) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية

...قة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية Financial Engineeri...

...ثاً: مخاطر ومزايا التعامل بالمشتقات المالية

إذا كانت المخاطرة عنصراً يلازم الاستثمار أياً كان مجاله، فإن هذه ...خاطر تبلغ أوجها لدى الاستثمار في المشتقات المالية. وينشأ ارتفاع مخاطر ...ستثمار في المشتقات المالية عن حالة عدم التأكد Uncertainty المحيطة ...سعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل. ولعل من أفضل ...شواهد على هذه الحقيقة حادثة إفلاس بنك Barings Merchant Bank عام ١٩٩... التي نتجت عن الافراط في تعامل كبير المتعاملين لدى فرعه في ...سنغافورة والمدعو Nik Lesson بالمشتقات، وبالذات عقود الخيار والعقود ...مستقبلية سواء للعملات الأجنبية أو للأوراق المالية، مما تسبب في خسارة ...جمالية تقارب ١,٣ مليار دولار.

لكن وكما أن للمشتقات المالية عيوبها ومخاطرها، فإن لها من المزايا ما ...يشجع كثيراً من المضاربين على التعامل بها، لا بل يجعلها أكثر أدوات ...الاستثمار استخداماً في عصرنا الحاضر. فمن جانب، توفر المشتقات للمستثمر ...فرص عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف ...بأسلوب الهامش Margin فرصاً واسعة لجني أرباح ضخمة وذلك بفعل ...التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها، كما توفر له من ...جانب آخر أداة للتحوط تتيح له حماية نفسه من آثار هذه التقلبات. بمعنى أن ...بالإمكان استخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة Speculation وفي الوقت ...نفسه أداة للتحوط أو التغطية Hedging من مخاطر الاستثمارات والتي تنشأ ...عادة إما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب اسعار الفائدة أو تقلب اسعار اصول

المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلعاً أم أوراق مالية. إذ تتيح للمستثمر فيها مجالاً لنقل وتوزيع المخاطر وذلك إذا ما أحسن استخدامها في نطاق ما يعرف باستراتيجيات السعر والزمن. ويمكن فهم أبعاد هذه الميزة من خلال قول عالم الاقتصاد المشهور الاستاذ Richard Lefwich في مقالته المنشورة في مجلة الايكونومست عام ١٩٩٦ ما نصه **"بينما لا يمكن لمؤسسة أن تنقل مصنعاً لها في ولاة اطلنطا تعرض للمخاطر إلى ولاية الاباما في ليلة واحدة فإن بإمكانها تحقيق ذلك بمجرد لمسة زر بالكمبيوتر تبرم من خلالها عقداً على مشتقات مالية تشمل أسهم ذلك المصنع".**

رابعاً: أنواع المشتقات المالية:

تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الاسواق المالية ثلاث هي:

١- عقود الخيار

٢- العقود المستقبلية

٣- عقود المقايضات (المبادلات).

١- عقود الخيار:

١/١ - تعريف الخيار:

يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار. وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق. وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.

وتسري عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات. وكذلك على مؤشرات الأسواق المالية كما تسري أيضاً على العملات الأجنبية. ووفقاً للمفهوم المشار إليه أعلاه تشمل عقود الخيار بالإضافة إلى طرفيه (المشتري والبائع) مجموعة من العناصر الأساسية مثل:

١) تاريخ التعاقد.

٢) نوع الأصل محل التعاقد.

٣) كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.

٤) سعر التنفيذ Exercise Price أي السعر الذي يموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد.

٥) تاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي).

٦) قيمة العلاوة أو المكافأة Premium التي يتوجب على مشتري الخيار دفعها لمحرر الخيار. وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، أسعار الفائدة السائدة.

٢/١- أنواع الخيارات:

وفقاً لطبيعة وشروط العقد تقسم الخيارات إلى نوعين رئيسين هما:

١) **خيار شراء Call Option**

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي المشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

وبالمفهوم أعلاه لخيار الشراء يكون محرر الخيار ملزماً ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

٢) خيار البيع **Put Option**

يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

وبالمفهوم أعلاه يصبح محرر خيار البيع ملزماً هنا أيضاً بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

ويلاحظ هنا وبغض النظر عن نوع العقد أي سواء كان خيار شراء أو خيار بيع فإن زمام المبادرة في ممارسة الحق بتنفيذ الخيار هو دائماً رهن بإرادة المشتري وما على المحرر إلا الاذعان. كما أن في كلا النوعين يقبض محرر الخيار من المشتري علاوة تحدد في شروط العقد. وتجدر الإشارة هنا بأن المستثمرين يلجأون عادة إلى شراء عقود خيار الشراء عندما يتوقعون حدوث ارتفاع في مستوى أسعار الأصول المشمولة في تلك العقود. بينما على عكس ذلك يلجأون إلى شراء عقود البيع حال توقعهم حدوث هبوط في مستوى أسعار تلك الأصول.

٣/١- مزايا ومخاطر عقود الخيار:

توفر عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا هما:

١) المضاربة: وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالي. فالطرف الأول من العقد أي مشتري

...يتمكن عن طريق دفع العلاوة التي لا تمثل عادة سوى نسبة ضئيلة جداً ...القيمة الإجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات. كما ...الطرف الآخر من العقد أي محرر الخيار من المضاربة عن طريق ...الرفع المالي بدفع هامش Margin ضئيل نسبياً لبيت السمسرة الذي ...يقوم الوسيط وذلك لتأمين الوفاء بالتزاماته لمشتري الخيار.

ويلجأ المستثمرون عادة إلى المضاربة في سوق الخيارات عندما ...يتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم فيدخلون السوق كمشترين للخيارات. وإذا ما ...صدقت توقعاتهم بارتفاع أسعار تلك الأسهم تتوفر أمامهم فرص كبيرة لجني ...أرباح طائلة. أما إذا لم تتحقق تلك التوقعات فتكون خسائرهم محدودة فقط بعلاوة ...الخيار التي تكون عادة ضئيلة نسبياً.

...**التحوط:** يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض ...قيمة أصول محافظ الأوراق المالية. فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلاً ...محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار السهم أو الأسهم التي يمتلكها. ما ...عليه في هذه الحالة سوى اللجوء إلى سوق الخيارات ليقوم بشراء خيار بيع ...بموجب سعر تنفيذ معين بعد أن يدفع لمحرر الخيار علاوة الخيار المحددة ...بموجب العقد. وبذلك يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حداً معيناً يتمثل عادة ...بالفرق بين السعر السوق للسهم بتاريخ العقد وسعر التنفيذ المحدد حسب شروط ...العقد.

وبمقابل المزايا التي يحققها المضارب في الخيارات، فإنه يتحمل درجة ...عالية من المخاطرة مع مراعاة أن القسط الأكبر من هذه المخاطر يقع على ...كاهل محرر الخيار. لأن مشتري الخيار يحدد سلفاً مقدار الخسارة التي على ...استعداد لتحملها والمتمثلة بقيمة العلاوة التي يدفعها لمحرر الخيار، وذلك لأن ...شروط العقد كما ذكرنا سابقاً تجعل زمام المبادرة بتنفيذ الخيار أم عدم تنفيذه في

يده وحسب رغبته، وذلك على خلاف ما عليه حال المحرر الذي لا يملك سوى الرضوخ لرغبة المستثمر. من هنا وفي الأحوال التي تحدث تقلبات سعرية حادة عكس توقعاتهم يتعرض محررو الخيارات لخسائر كبيرة يعوضون جزءاً منها بالعلاوة غير المستردة التي يتقاضونها من مشتري الخيارات.

مثال (١):

استخدام الخيارات لأغراض المضاربة (خيار شراء)

في ١٩٩٦/١/١ اشترى مستثمر عقد خيار شراء بالشروط التالية:

١) عدد الأسهم المشمولة بالعقد ٢٠٠ سهم.

٢) سعر التنفيذ ٤٠ دينار / سهم.

٣) تاريخ التنفيذ ٣١ آذار (مارس) ١٩٩٦م.

٤) العلاوة ٣ دنانير / سهم.

المطلوب:

بيّن موقف المستثمر وفق السيناريوهين التاليين:

١ - ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى ٥٠ دينار.

٢ - انخفاض السعر السوقي للسهم إلى ٣٥ دينار.

١) **السيناريو الأول:** ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ ١٩٩٦/٣/٣١ إلى ٥٠ دينار. حيث أن السعر السوقي للسهم يتجاوز سعر التنفيذ، إذن يكون من مصلحة المستثمر أن يمارس حقه في تنفيذ العقد بأن يطلب من محرر الخيار إما تقديم ٢٠٠ سهم له بسعر يعادل سعر التنفيذ وهو ٤٠ دينار ليقوم بدوره بعد ذلك ببيعها في السوق المالي الحاضر بمبلغ ٥٠ دينار للسهم. أو أن يقوم عوضاً عن ذلك وهو الأكثر شيوعاً بطلب إجراء تسوية نقدية مع محرر الخيار وذلك عن طريق الوسيط

(السمسار). وفي هذه الحالة تتم التسوية بأن يقوم المحرر بدفع المبلغ التالي للمستثمر مشتري الخيار.

المبلغ المحصل من المحرر = ٢٠٠ (٥٠-٤٠) = ٢٠٠٠ دينار.

ويحدد صافي الربح الذي يحققه المستثمر بعد خصم العلاوة غير المستردة التي كان قد دفعها للوسيط كما يلي:

٢٠٠٠ - (٢٠٠×٣) = ١٤٠٠ دينار.

وستكون قيمة الخسارة التي تلحق بالطرف الثاني وهو محرر الخيار مساوية تماماً للربح الذي حققه الطرف الأول مشتري الخيار أي ١٤٠٠ دينار.

٢) **السيناريو الثاني:** انخفاض السعر السوقي للسهم إلى ٣٥ دينار.

هنا وحيث أن السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ أقل من سعر التنفيذ. إذن فليس من مصلحة مشتري الخيار (المستثمر) أن يمارس حقه في تنفيذ عقد الخيار، بل من مصلحته أن يقوم في هذه الحالة بشراء الأسهم إذا ما رغب في اقتنائها من السوق الحاضر. وعلى هذا الأساس عليه الامتناع عن تنفيذ عقد الخيار والاكتفاء بالتضحية بالعلاوة التي كان قد دفعها للوسيط. وعلى هذا الأساس تكون النتيجة صافي خسارة تعادل العلاوة المدفوعة أي ٦٠٠ دينار. بينما سيحقق محرر الخيار بالمقابل صافي ربح بنفس المقدار أي ٦٠٠ دينار ممثلاً بقيمة العلاوة غير المستردة التي سبق وأن حصل عليها من مشتري الخيار.

يجدر التذكير هنا بملاحظات ثلاث هامة هي:

١) أن ممارسة الحق في تنفيذ الخيار من عدمه تبقى دائماً من حق مشتري الخيار فقط.

٢) وأن مشتري الخيار سيدفع لمحرر الخيار وفي جميع الأحوال قيمة العلاوة بغض النظر عن تنفيذ الخيار أو عدمه.

٣) إن ما يحققه المشتري من ربح أو خسارة يقابله تماماً خسارة أو ربح بنفس المقدار يحققها محرر الخيار.

مثال (٢):

استخدام الخيارات لأغراض التحوط (خيار بيع)

كان لدى أحد المستثمرين محفظة أوراق مالية بها ٥٠٠ سهماً، وتخوفاً من هبوط حاد في السعر السوقي للسهم عن السعر الجاري وهو ٧٠ دينار اشترى بواسطة أحد السماسرة عدداً من عقود خيار بيع بالشروط التالية:

١ - عدد الأسهم المشمولة بعقود الخيار ٥٠٠ سهم.

٢ - تاريخ التنفيذ ١٩٩٦/٦/٣٠م.

٣ - سعر التنفيذ ٦٥ دينار.

٤ - المكافأة أو العلاوة ٢ دينار/ سهم.

المطلوب:

بين موقف المستثمر وفق السيناريوهات التالية:

١ - ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ٧٣ دينار.

٢ - هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ٦٦ دينار.

٣ - هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ٥٠ دينار.

١) **السيناريو الأول:** ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ٧٣ دينار.

وفق هذا السيناريو سارت الأمور على عكس توقعات المستثمر فارتفع السعر السوقي للسهم بدلاً من هبوطه كما كان يتوقع. وحيث أن السعر السوقي للسهم وهو ٧٣ أكبر من سعر التنفيذ فمن مصلحته حينئذ أن لا

يمارس حقه في تنفيذ العقد مكتفياً بالتضحية بقيمة العلاوة المدفوعة لمحرر الخيار وقدرها:

٥٠٠ × ٢ = ١٠٠٠ دينار.

أما بالنسبة لأسهم المحفظة فمصيرها رهن برغبة المستثمر وذلك إما بالاحتفاظ بها أو ببيعها في السوق الحاضر بالسعر الجاري حينئذ وقدره ٧٣ دينار لكل سهم.

٢) **السيناريو الثاني:** هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ٦٦ دينار.

هنا أيضاً ومع أن سعر السهم السوقي هبط مثلما توقع المستثمر فإن هبوطه لم يكن بالقدر الذي يجعله يطلب ممارسة حقه في تنفيذ العقد. لأنه حتى وإن كان في تاريخ التنفيذ راغباً في التخلص من أسهم المحفظة فمن مصلحته حينئذ أن يبيعها في السوق الحاضر بسعر ٦٦ دينار بدلاً من أن يبيعها لمحرر الخيار بسعر التنفيذ وقدره ٦٥ دينار. لذا عليه هنا أيضاً التضحية بقيمة العلاوة المدفوعة للمحرر وقدرها ١٠٠٠ دينار.

٣) **السيناريو الثالث:** هبوط السعر للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ٥٠ دينار.

في هذه الحالة وحيث أن هبوط السعر كان حاداً نسبياً، ستظهر ميزة التحوط التي كان يسعى إليها المستثمر أصلاً من عقد خيار البيع. فحيث أن السعر السوقي للسهم في هبوطه تجاوز كثيراً سعر التنفيذ، لذا فإن من مصلحة المستثمر حينئذ أن يمارس حقه في تنفيذ عقد الخيار وذلك بإلزام محرر الخيار بشراء ما لديه من أسهم وفق سعر التنفيذ المحدد في العقد وهو ٦٥ دينار.

وحينئذ يفترض به أن يقوم بتسليم محرر الخيار ما لديه من أسهم وقدرها ٥٠٠ سهم لتكون نتيجة العملية كما يلي:

١ - الخسارة المحققة من امتلاك الأسهم = ٥٠٠ (٦٥-٧٠) = ٢٥٠٠ دينار

٢ - العلاوة المدفوعة لمحرر الخيار = ٥٠٠ × ٢ = ١٠٠٠ دينار

جملة الخسارة ٣٥٠٠ دينار

لاحظ هنا أن عقد الخيار قد خفض إلى حد كبير الخسارة التي كان سيتحملها المستثمر فيما لو يقم بشراء عقد خيار البيع، وقام عوضاً عن ذلك مضطراً ببيع الأسهم في السوق الحاضر. فحينئذ ستكون خسارته الفعليه كما يلي:

٥٠٠ (٥٠ – ٧٠) = ١٠٠٠٠ دينار.

وهذا يعني أن التحوط المحقق بواسطة خيار البيع قد خفض خسارته بما يعادل ٦٥٠٠ دينار أي بنسبة ٦٥% .

٢- العقـود المستقـبلية Futures:

١/٢ - تعريف العقـود المستقبلية:

يمكن تعريف العقد المستقبلي على **"أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلّم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد".**

وبهذا المدلول ينشأ هذا العقد بين طرفين يكون أحدهما مشتر للعقد والآخر بائعاً له. أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيتراوح عادة بين الأصول الحقيقية مثل السلع والمعادن والعملات بأنواعها المختلفة، وبين الأصول المالية كالأسهم والسندات كما يمكن أن يسري أيضاً على مؤشرات السوق المالي.

وبالإضافة لطرفي العقد (المشتري والبائع) يجب أن تحدد في العقد خمسة عناصر رئيسية أخرى هي:

١ - تاريخ التعاقد ٢ - نوع الأصل محل التعاقد ٣ - تاريخ التسليم

٤ - الكمية ٥ - سعر التنفيذ أو سعر التسوية ٦ - مكان وطريقة التسليم.

ويتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح وعن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة Clearing Houses توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد بعد الأخذ في الحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد. وبقصد ضمان تنفيذ الالتزام المتبادل بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً (Margin) تتراوح قيمته عادة بين ٥-١٥% من القيمة الاجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ومن ثم يعكس أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته. وتجدر الإشارة هنا إلى أن أسواق العقود المستقبلية وبالصورة التي هي عليها الآن قد بدأت كأسواق حاضرة Spot Markets على السلع الزراعية. حيث كان يتم التعامل فيها على أساس استلام السلعة ودفع قيمتها نقداً بتاريخ التعاقد. لكن هذه السوق أخذت في التحول من نمط السوق الحاضرة إلى نمطها الحالي أي السوق المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك في النصف الثاني من القرن التاسع عشر. حيث بدأ المتعاملون فيها يمارسون شراء السلع بسعر متفق عليه مسبقاً أي عند التعاقد على أن يتم تسليم السلعة في تاريخ لاحق يحدد بموجب شروط العقد.

٢/٢ - مزايا ومخاطر العقود المستقبلية:

توفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها مزايا متعددة لعل أهمها ميزتان هما:

١. المضاربة باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي Leverage. إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود وسواء كان مشترياً أو بائعاً قيمة الهامش المطلوب (والذي كما أشرنا سابقاً لا يشكل سوى نسبة ضئيلة جداً من القيمة الإجمالية للعقد) حتى يدخل السوق إما مستثمراً عادياً يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضارباً يسعى لتحقق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية.

لكن من الضوابط التي تستخدم في أسواق العقود المستقبلية للحد من المغالاة في المضاربة، أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموح به يحدد الحد الأدنى والحد الأقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا يجوز تخطيها حتى لو اقتضى الأمر وقف التعامل مع العقد. ويتفاوت عادة الحد المسموح به للتقلب بين أنواع العقود وذلك وفقاً لاختلاف وتنوع الأصول المشمولة بها. ومن الضوابط الأخرى المستخدمة أيضاً وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها معاً.

وغالباً ما يكون سعر الأصل في العقد المستقبلي أعلى من نظيره في السوق الحاضر، ويطلق على الفرق بينهما مصطلح (أساس) Basis. وعندما يكون هذا الفرق موجباً وهو كما ذكرنا الأكثر شيوعاً يطلق عليه حينئذ مصطلح (علاوة)، أما إذا صادف وأن كان سالباً فيطلق عليه حينئذ مصطلح (خصم). من جانب آخر يرتفع سعر العقد المستقبلي كلما

زاد أمد العقد والعكس بالعكس ويطلق على الفرق بين سعره في تاريخين مختلفين أحدهما قريب والآخر بعيد مصطلح (مدى) Spread.

٢. التحوط Hedging الهادف لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي:

- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.
- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.
- مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
- مخاطر تقلب أسعار السلع.

ويتم التحوط في سوق العقود المستقبلية إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد. فمثلاً لو أن مستثمراً لديه محفظة من السندات الدولية توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة السوقية فإنه لاتقاء مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة يدخل سوق العقود المستقبلية بائعاً. وعلى العكس من ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية تدخل بقصد اتقاء المخاطر المصاحبة لذلك سوق العقود المستقبلية مشترية.

مثال (١):

استخدام العقود المستقبلية لأغراض المضاربة:

دعنا نفترض أن مضارباً في سوق المعادن مثلاً يتوقع ارتفاع سعر أونصة الذهب عما هو عليه الآن ليصل إلى ٣٠٠ دينار وكان لديه مبلغاً قدره ١٠٠ ألف دينار يريد استثمارها في الذهب. وقد توفرت له المعلومات التالية:

١- سعر أونصة الذهب في السوق الحاضرة ٢٥٠ دينار.

٢ - سعر الاونصة في سوق العقود المستقبلية للذهب تسليم سنة من الآن ٢٧٥ دينار.

٣ - الهامش المبدئي المطلوب دفعه للوسيط ٨% .

هنا ولإظهار المزايا الممكن تحقيقها من التعامل بالعقود المستقبلية وكذلك المخاطرة المصاحبة أيضاً لذلك، دعنا نعالج هذا المثال في حالتين:

الأولى لو قام باستثمار المبلغ في سوق الذهب الحاضرة.

والثانية لو قام باستثمار المبلغ نفسه في سوق الذهب المستقبلية. كذلك وبقصد استكمال هذه الصورة دعنا نفترض سيناريوهين:

الأول: تحقق توقعات المستثمر بارتفاع سعر الذهب في السوق الحاضرة إلى ٢٩٠ دينار للأونصة الواحدة وفي السوق المستقبلية إلى ٣٠٠ دينار.

والثاني: حدوث عكس ما توقع أي انخفاض سعر الذهب في السوق الحاضرة إلى ٢٣٠ دينار وفي السوق المستقبلية إلى ٢٢٠ دينار للأونصة الواحدة.

الحالة الأولى: شراء الذهب من السوق الحاضر

١ - بافتراض ارتفاع السعر الفوري للذهب في السوق الحاضر للذهب إلى ٢٩٠ دينار للأونصة الواحدة

صافي الربح المحقق $= (\frac{١٠٠٠٠٠}{٢٥٠} \times ٢٩٠) - ١٠٠,٠٠٠ = ١٦٠٠٠$ دينار

العائد المحقق على الاستثمار = ١٦%

٢ - بافتراض انخفاض السعر الفوري للذهب إلى ٢٣٠ دينار.

صافي الخسارة المحققة $= (\frac{١٠٠,٠٠٠}{٢٥٠} \times ٢٣٠) - ١٠٠,٠٠٠ = ٨٠٠٠$ **دينار**

العائد السالب على الاستثمار = - ٨%

الحالة الثانية: شراء الذهب من سوق العقود المستقبلية:

١ - بافتراض ارتفاع السعر في سوق العقود إلى ٣٠٠ دينار حيث أن الهامش المبدئي المطلوب ٨% فهذا يعني أن لكل أونصة من الذهب يشملها العقد، على المستثمر أن يسلم للوسيط مبلغاً وقدره ٢٠ دينار (٨% × ٢٥٠) مما يعني أن قيمة العقود التي يمكنه شراءها بما لديه من مال يعادل:

$$\frac{١٠٠,٠٠٠}{٢٠} = ٥٠٠٠ \text{ أونصة}$$

وعلى هذا الأساس فإن:

صافي الربح المحقق من العقود = ٥٠٠٠ (٣٠٠-٢٧٥) = ١٢٥٠٠٠ دينار

ويكون العائد المحقق على الاستثمار = ١٢٥%

أي ما يعادل تقريباً (٨) أضعاف العائد الذي كان سيتحقق باستثمار المبلغ في سوق الذهب الحاضر.

٢ - **بافتراض انخفاض سعر الأونصة في سوق العقود المستقبلية إلى ٢٢٠ دينار .**

صافي الخسارة المحققة = ٥٠٠٠ (٢٢٠-٢٧٥) = ٢٧٥٠٠٠ دينار.

العائد السالب المحقق على الاستثمار = - ٢٧٥%

أي ما يعادل تقريباً ٣٤ ضعفاً من خسارته التي كان سيحققها لو استثمر المبلغ في سوق الذهب الحاضر. وهذا ما يؤكد مرة أخرى ارتفاع درجة المخاطرة المصاحبة للتعامل في سوق العقود. يستدل على ذلك من الاتساع الكبير في مدى التقلب الحادث في العائد على الاستثمار بين الحالتين. إذ تراوح مدى التقلب في هذا العائد لدى الاستثمار في السوق

الحاضرة محصوراً بين (+١٦% ، ٨%) ، في حين تراوح مدى التقلب فيه لدى الاستثمار في السوق المستقبلية محصوراً بين (+ ١٢٥% ، - ٢٧٥%).

مثال (٢):

على استخدام العقود المستقبلية لأغراض التحوط:

يمكن للمستثمر في العقود المستقبلية استخدام هذه العقود **لأغراض** التحوط في مجالات متعددة مثل:

١ . التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة عند الاقتراض.

٢ . التحوط من مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

٣ . التحوط من مخاطر انخفاض أسعار السندات في المحافظ الدولية.

٤ . التحوط من مخاطر تقلب مؤشرات الأسهم.

٥ . التحوط من مخاطر تقلب السلع والمعادن.

وبقصد تعريف القارىء على آلية استخدام هذه العقود لأغراض التحوط سنقدم المثال التالي كنموذج لها في مجال التحوط لتقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

في ٩٧/١/١ تعاقدت شركة أمريكية متخصصة في بيع السيارات مع شركة مرسيدس الألمانية على استيراد صفقة من السيارات قدرت قيمتها بمبلغ ٥٠ مليون مارك ألماني على أن تسدد قيمة الصفقة في ١٩٩٧/٦/٣٠م. وبقصد التحوط من مخاطر ارتفاع سعر المارك مقابل الدولار حال استحقاق تسديد ثمن الصفقة أبرمت الشركة الأمريكية في نفس التاريخ في سوق العقود المستقبلية وبواسطة أحد بيوت الوساطة ٤ عقود مستقبلية لشراء المارك بقيمة اسمية قدرها

١٢ مليون مارك لكل عقد تساوي في مجملها قيمة الصفقة المتعاقد عليها أي ٥٠ مليون مارك.

والآن لنر دور العقود المستقبلية كأداة للتحوط من خلال الافتراضات التالية:

١. سعر المارك الفوري مقابل الدولار بتاريخ الصفقة ٩٦/١/١ : ٠,٦٦٠ دولار/ مارك.

٢. سعر التسوية المتفق عليه في العقد ٠,٦٦٤ دولار/ لكل مارك.

٣. سعر المارك مقابل الدولار بتاريخ استحقاق السداد ٩٦/٦/٣٠ : ٠,٧١٠ دولار/ لكل مارك.

الحل:

١. القيمة الإجمالية للصفقة بالدولار بتاريخ ١٩٩٦/١/١

٥٠ مليون × ٠,٦٦٠ = ٣٣ مليون دولار.

٢. تكلفة العقود المستقبلية المشتراه بالدولار حسب سعر التسوية

٤ × ١٢,٥ × ٠,٦٦٤ - = ٣٣,٢ مليون دولار.

٣. القيمة الاجمالية للصفقة بسعر صرف المارك الفعلي في ١٩٩٧/٦/٣٠

٣ × ١٢,٥ × ٠,٧١٠ =٣٥,٥ مليون دولار.

في هذه الحالة ومع مراعاة اهمال أثر العمولة التي ستدفعها الشركة الأمريكية للوسيط فإن دراسة الأرقام المشار إليها أعلاه تظهر ما يلي:

إن الشركة بشراء العقود المستقبلية فضلت أن تدفع ٢٠٠ ألف دولار (٣٣,٢-٣٣) مقابل تأمين نفسها من مخاطر ارتفاع كانت تتوقعه في سعر المارك مقابل الدولار يحدث بتاريخ استحقاق تسديد ثمن الصفقة وهو ٩٦/٦/٣٠ .

٢) وبسبب صحة توقعاتها التي تأكدت بالارتفاع الفعلي لسعر المارك ليصل إلى ٠,٧١٠ دولار/ لكل مارك فإن الشركة قد حمت نفسها بفصل ذلك العقد المستقبلي من مخاطر كانت ستتحملها قدرها.

٣٥,٥ − ٣٣ = ٢,٥ مليون.

أو بمعنى آخر فإن تضحيتها بمبلغ ٢٠٠ ألف دولار قد حماها من خسائر كانت ستتحملها لو لم تقم بالتحوط تعادل ٢,٥ مليون دولار. أي أن الشركة بلجوئها إلى التحوط تكون قد حققت وفراً صافياً في نفقاتها عما كانت ستتحمله لو لم تتحوط قدره:

٢,٥ مليون − ٠,٢٠٠ مليون = ٢,٣ مليون دولار.

لكن السؤال الذي يطرح في هذا السياق هو:

ماذا لو لم تتحقق توقعات الشركة المذكورة بشأن تقلب سعر صرف المارك مقابل الدولار، فانخفض في ٩٦/٦/٣٠ إلى ٠,٥٨٠ دولار/ مارك بدلاً من الارتفاع كما كانت قد توقعت.

في هذه الحالة ستكون الخسارة التي تتحملها محصورة أيضاً بالفرق بين قيمة العقد المستقبلي وهو ٣٣,٢ مليون دولار، وقيمة الصفقة بسعر الصرف الفوري للدولار بتاريخ حدوث الصفقة وهو ٣٣ مليون دولار أي ٢٠٠ ألف دولار.

وربما يسأل سائل، ألا يكون لجوء الشركة إلى التحوط قد ألحق ضرراً بها نظراً لأنه كان بإمكانها أن تحصل في ١٩٩٧/٦/٣٠ على ثمن الصفقة الاجمالي وقدره (٥٠) مليون مارك بشراء المبلغ من السوق الفوري للعملات عن طريق دفع ٢٩ مليون دولار فقط.

٥٠ × ٠,٥٨٠ = ٢٩ مليون دولار.

وبذلك تكون قد وفرت على نفسها تكاليف العقد بالإضافة إلى الوفورات المحققة من فروقات سعر صرف المارك بين تاريخ حدوث الصفقة وتاريخ تسديدها.

لكن الإجابة على ذلك التساؤل بسيطة جداً وهي:

إن الغرض الرئيسي للتحوط باستخدام العقود المستقبلية قد انحصر في هذه الحالة على أن الشركة الأمريكية استفادت منه في أن تحدد مسبقاً قيمة الخسارة التي كانت على استعداد لتحملها اتقاء لشر خسائر كبيرة كانت تتوقع حدوثها. وقد فضلت اتباع هذا السبيل بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ولو أنها كانت على يقين بأن سعر صرف المارك مقابل الدولار سينخفض بتاريخ تسديد الصفقة لما لجأت بالتأكيد إلى شراء العقد، ولكن من يعلم بالمستقبل غير الله؟

٣/٢- الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية:

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيار في أن كلاً منهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرفع المالي Leverage تتيح له استخدامها بشكل واسع في أغراض المضاربة والتحوط. لكن مع ذلك توجد بينهما بعض أوجه الاختلاف وذلك سواء من حيث طبيعة الالتزامات التي تنشأ عن كل منهما أو من زاوية المخاطرة المحيطة بالتعامل فيهما. ويمكن حصر أوجه الاختلاف الرئيسية بينهما فيما يلي:

١) العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد.

٢) يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه. وتنصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد. أما عقد الخيار فلا يترتب عليه في الغالب عملية بيع أو شراء فعلية وإنما ينصب العقد على شراء (حق شراء أو حق بيع) أصل معين بشروط معينة.

٣) يدفع كل من طرفي العقد المستقبلي للوسيط (بيت التسوية) هامشاً معيناً Margin بنسبة معينة من القيمة الاجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر. لكن هذا التأمين هو بمثابة دفعة مقدمة تسترد عند إنجاز التسوية لدى انتهاء أجل العقد.
أما في عقد الخيار فمشتري الخيار هو وحده فقط من يدفع العلاوة أو المكافأة Premium وتعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن عقد الخيار لذا لا يتم استردادها. لكن كما هو الحال بالنسبة للعقد المستقبلي يدفع محرر الخيار في كثير من الأحيان هامشاً جزئياً يسلّم للوسيط كضمانة للوفاء بالتزاماته تجاه مشتري الخيار.

٤) يتعرض المستثمر خصوصاً المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية جداً من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار. ذلك لأنه في حين لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها مشتري الخيار قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار، فإن خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

٣- عقود المقايضة أو المبادلة Swap Contracts:

١/٣- تعريف المقايضات أو المبادلات:

تشكل المقايضات صورة من صور المشتقات المالية وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعملات.

ويعرف عقد المقايضة بأنه **"اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك تلك الأصول"**.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

١- **طرفي العقد.**
٢- **الالتزام أو الأصل المشمول** بعقد المقايضة.
٣- **قيمة المدفوعات أو المقبوضات** محل المقايضة.
٤- **العملة التي تسدد بها** المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
٤- **السعر الآجل لمقايضة** العملة المتفق عليه.
٦- **مدة سريان العقد.**

٢/٣- أنواع المقايضات:

تسري عقود المقايضة على عدة أدوات إلا أن أهمها ما يسري على العملات **وعلى أسعار الفائدة.**

أ- **عقود مقايضة العملات:**

تتمثل عملية المبادلة (المقايضة) بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن **العملة (س) مثلاً** وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس السعر الآني **أو الفوري لكل منهما** وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب **سعر المبادلة (السعر الآجل)** والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار **الفائدة السائدة** حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

فمثلاً إذا كان السعر الآني أو الفوري للدولار الأمريكي مقابل المارك الألماني **هو ١ دولار** = ١,٧٨٦٠ مارك وكان الهامش التبادلي Swap Point لمدة شهر **مثلاً هو** -٣٦/ -٣٥ فهذا يعني أن البنك معطي السعر سيكون بإمكانه:

- **بيع الدولار آنياً** بسعر ١,٧٨٦٠مارك وإعادة شرائه بسعر آجل يساوي:
١,٧٨٦٠ - ٠,٠٠٣٦ = ١,٧٨٢٤ مارك.

٢ - أو شراء الدولار آنياً بسعر ١,٧٨٦٠ مارك وإعادة بيعه بسعر آجل يساوي:

١,٧٨٦٠ - ٠,٠٠٣٥ = ١,٧٨٢٥ مارك.

وكل واحدة من العملتين المشار إليهما أعلاه تمثل عملية مقايضة عملة Currency Swap ، يتم فيها تبديل أو مقايضة المارك بالدولار من قبل أحد الطرفين والدولار بالمارك من قبل الطرف الآخر.

ومع أن عقود المقايضة تنشأ بين البنوك من جهة وعملائها من جهة أخرى، إلا أن معظم تلك العقود خاصة الكبيرة منها تنشأ فيما بين البنوك نفسها، إذ تجد بنكين لدى أحدهما (أ) مثلاً فائضاً من عملة أجنبية كالدولار في حين أن عليه التزامات استحقت بالجنيه الاسترليني، في حين أن بنكاً آخر (ب) مثلاً لديه فائضاً من الجنيه الاسترليني وعليه التزامات استحق تسديدها بالدولار. في حالة كهذه يكون من مصلحة البنكين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنيه الاسترليني. إذ بالاضافة الى ميزة تخفيض تكلفة التمويل بالنسبة لكل منهما يحقق عقد المقايضة للطرفين أيضاً ميزة التحوط من مخاطر تقلب سعر صرف الجنيه الاسترليني بالنسبة للبنك (أ) ومخاطر تقلب سعر صرف الدولار بالنسبة للبنك (ب). ذلك لأن سعر الصرف الآجل بالنسبة لهاتين العملتين يكون محدداً سلفاً ضمن شروط العقد.

وتستخدم البنوك التجارية المزايا التي توفرها عقود المقايضة بشكل واسع عندما تلح في الأفق مؤشرات لتقلبات حادة في أسعار صرف العملات. إذ تلجأ إلى هذه العقود عن طريق شراء احتياجاتها التمويلية من أسواق النقد بعملة معينة تناسبها وبموجب أسعار الصرف الفورية لتقوم في الوقت نفسه بالدخول طرفاً في عقد بيع مستقبلي Forward Contract. وبذلك تنخفض مخاطر التقلب الحاد الذي قد يحدث في سعر صرف تلك العملة.

كما تخدم عقود المقايضة المستثمرين من زاوية أخرى. إذ توفر للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مقايضتها بعملة أخرى لديه فائض منها.

وتتخذ عقود مقايضة العملات شكلين:

الأول: عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال يطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية Capital Market Swaps ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة. وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.

أما الثاني: فهو عقود المقايضة قصيرة الأجل والتي تحدث عادة في أسواق النقد Money Market Swaps ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقل أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

مثال (١):

إذا كان سعر الصرف الآني أو الفوري للدولار مقابل الدينار ٧٠٥-٧٠٠ فلساً بينما كانت أسعار الفائدة المصرفية على كل من الدينار والدولار لمدة ستة شهور على النحو التالي:

	الدينار	الدولار
إيداع	%٨,٥	%٥
الإقراض	%١٠	%٦

المطلوب:

تحديد ما يلي:

أ- الهامش التبادلي Swap Point .

ب - سعر الشراء والبيع الآجلين للدولار مقابل الدينار.

الحــل:

الهامش التبادلي شراء = السعر الفوري × فرق الفائدة × المدة
(فرق الفائدة على ١٠٠ ، المدة على ٣٦٠)

= ٧٠٠ × (٨,٥ − ٦) / ١٠٠ × ١٨٠ / ٣٦٠ = ٨,٧٥ فلس

إذن السعر الآجل / شراء = ٧٠٠+٨,٧٥ = ٧٠٨,٧٥ فلس / دولار

الهامش التبادلي / بيع = ٧٠٥ × (١٠−٥) / ١٠٠ × ١٨٠ / ٣٦٠ = ١٧,٦٢٥ فلس

إذن السعر الآجل/ بيع = ٧٠٥ + ١٧,٦٢٥ = ٧٢٢,٦٢٥ فلس/ دولار

ومدلول الأسعار الآجلة المشار إليها في عقد المقايضة بأن بإمكان البنك (معطي السعر) أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني أو الفوري وقدره ٧٠٠ فلساً/ دولار. كما أن بإمكانه في الوقت نفسه أن يعيد للعميل تسليم ٦ شهور بسعر البيع الآجل وقدره ٧٢٢,٦٢٥ فلساً/ دولار.

كما أن بإمكانه أي البنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني أو الفوري وقدره ٧٠٥ فلساً وفي الوقت نفسه أن يعيد شراءه من العميل تسليم ٦ شهور سعر الشراء الآجل وقدره ٧٠٨,٧٥ .

هذا ويجدر التنبيه هنا إلى أنه لو كانت أسعار الفائدة على الدولار في مثالنا الساق أعلى من أسعار الفائدة على الدينار لوجب حينئذ طرح الهامش التبادلي للوصول إلى السعرين الآجلين للشراء والبيع بدلاً من إضافتها.

مثال (٢):

إذا كان سعر الصرف الفوري للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي والمتفق عليه في عقد المقايضة هو ١,٦٥٤٥ − ١,٦٦٠ وكانت أسعار الفائدة المصرفية السائدة لكل من الجنيه الإسترليني والدولار ولمدة ٣ شهور كما يلي:

	الجنيه	الدولار
إيداع	%٧,٥	%٥,٨٥
اقتراض	%٧,٦	%٥,٩٥

المطلوب:

أ - تحديد الهامش التبادلي (SP) .

ب - سعر الشراء والبيع الآجلين للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي.

الحــل:

الهامش التبادلي / شراء = ١,٦٥٤٥ × (٧,٦ − ٥,٨٥) / ١٠٠ × ٩٠ / ٣٦٠ = −٠,٠٠٧٢

إذن السعر الآجل / شراء = ١,٦٥٤٥ − ٠,٠٠٧٢ = ١,٦٤٧٣ دولار/ جنيه

الهامش التبادلي / بيع = ١,٦٦٠ × (٧,٥ −٥,٩٥) / ١٠٠ × ٩٠ / ٣٦٠ = ٠,٠٠٦٤

إذن السعر الآجل / بيع = ١,٦٦٠ − ٠,٠٠٦٤ = ١,٦٥٣٦ دولار / جنيه.

ومدلول ما سبق ما يلي:

١ - بموجب عقد المقايضة يمكن للبنك أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني وهو ١,٦٥٤٥ دولار / جنيه ليعيد بيعه في الوقت

نفسه تسليم ٣ شهور إلى العميل بسعر البيع الآجل وقدره ١,٦٥٣٦ دولار / جنيه.

٢ - كما أن بإمكانه أي البنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني وهو ١,٦٦٠ دولار / جنيه. ليعيد في الوقت نفسه شراءه من العميل تسليم ٣ شهور بسعر الشراء الآجل وقدره ١,٦٤٧٣ .

ب - عقود المقايضة لأسعار الفائدة:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية.

والهدف الرئيسي من استخدام عقود مقايضة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية. يحدث ذلك مثلاً عندما تتفق مؤسسة مصدرة للسندات سبق وأن أصدرت سنداً ولكن بكوبون متغير على تبادل أو مقايضة دفعت الفائدة ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى وذلك دون مساس بالتزام أي منهما الأصلي عن السند. والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق أو العقد هو أن كلاً منهما قد تنظر للمشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقاً لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية العكس وبأن مصلحتها طبقاً لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المقايضة.

مثال:

شركتان (س ، ص) الأولى تصنيفها (AAA) والثانية تصنيفها (B)، ترغب الأولى (س) في الحصول على قرض قصير الأجل بفائدة متغيرة (LIBOR)، بينما ترغب الثانية (ص) في الحصول على قرض طويل الأجل لمدة ٤ سنوات بفائدة ثابتة. وفيما يلي معلومات عن أسعار الفائدة المتاحة أمام كل منهما للاقتراض من السوق النقدي.

	الشركة (س) (AAA)	الشركة (ص) (B)	الفرق
قرض طويل الأجل ٤ سنوات	%٩	%١١	%٢
قرض قصير الأجل LIBOR	%٠,٥	%١	%٠,٥

بالتدقيق في جدول أسعار الفائدة أعلاه يكون للشركة (س) أفضلية عن الشركة (ص) في الاقتراض سواء كان القرض طويل الأجل وبفرق قدره ٢% ، ٠,٥% على التوالي.

لذا سيكون من مصلحة كل من الشركتين الدخول في عقد مقايضة أسعار الفائدة حسب السيناريو التالي:

١ - تقوم الشركة (س) بالاقتراض طويل الأجل بسعر فائدة ثابت ٩% وفي الوقت نفسه تقرض الشركة (ص) بسعر فائدة ثابت ١٠% .

٢ - تقوم الشركة (ص) بالاقتراض قصير الأجل بسعر فائدة متغير (١% + LIBOR%)، وفي الوقت نفسه تقرض الشركة (س) بسعر فائدة متغير (٠,٥% + LIBOR%) وذلك مع مراعاة أن المقايضة بين الشركتين هنا تتم على أسعار الفائدة فقط ولا تشمل الالتزام الأصلي المترتب على المبلغ الأصلي للقرض. أي القرض طويل الأجل للشركة (س) والقروض قصير الأجل للشركة (ص).

والميزة التي تتحقق من عقد مقايضة أسعار الفائدة تتمثل في تخفيض تكلفة الاقتراض كما يتضح مما يلي:

١ - تكلفة التمويل بالنسبة للشركة (س)

	%
الفائدة المدفوعة عن الاقتراض طويل الأجل من السوق النقدي	٩ %
يطرح الفائدة المقبوضة على الإقراض طويل الأجل للشركة (ص)	(١٠)
يضاف الفائدة المدفوعة على الإقتراض قصير الأجل من الشركة (ص)	LIBOR + ٠,٥
تكلفة التمويل	LIBOR - ٠,٥

٢ - تكلفة التمويل بالنسبة للشركة (ص)

	%
الفائدة المدفوعة عن الاقتراض قصير الأجل من السوق النقدي	LIBOR + ١
الفائدة المقبوضة عن الإقراض قصير الأجل للشركة (ص)	(LIBOR+٠,٥)
الفائدة المدفوعة عن الاقتراض طويل الأجل للشركة (س)	(١٠)
	١٠,٥

يتضح مما سبق ما يلي:

١ - لا يترتب على عقد مقايضة أسعار الفائدة أي أثر على التزام كل من الشركتين عن المبلغ الأساسي للقرض. أي التزام الشركة (س) عن أصل القرض طويل الأجل، والتزام الشركة (ص) عن أصل القرض قصير الأجل.

وإنما ينحصر أثره فقط على مبادلة معدلات الفائدة إذ ينتقل للشركة (س) عبء دفع الفائدة المتغيرة للقرض قصير الأجل وبمعدل أقل بنسبة ٠,٥% عن سعر الفائدة السائد في سوق النقد وهو LIBOR ، وبالتالي تخفيض تكلفة التمويل عما لو قامت بالاقتراض المباشر من سوق النقد.

وبالمقابل يترتب على العقد أيضاً أن تتمكن الشركة (ص) من تخفيض تكلفة تمويلها عن معدلات الفائدة السائدة عن القروض طويلة الأجل وهي ١١% فتدفع فقط ١٠,٥% .

أسئلة وتطبيقات الفصل الثامن

١- أعط أمثلة للأدوات المالية الأولية (الأصلية) وأمثلة للمشتقات المالية.

٢- كما أن للمشتقات المالية مزايا كثيرة، لها أيضاً عيوب متعددة. فسر هذه العبارة.

٣- عرّف عقد الخيار وحدد أهم أركانه.

٤- حدد أوجه الفرق وأوجه التشابه بين خيار الشراء وخيار البيع.

٥- متى يلجأ المستثمر إلى شراء خيار الشراء، ومتى يلجأ الى شراء خيار البيع؟

٦- ماالفرق بين هامش الخيار Margin، وعـــلاوة الخيـــار Permium، ومن يدفع كلاً منهما ولمن تدفع؟

٧- ماالفرق بين التسوية العينية والتسوية النقدية التي تتـــم بيـــن مشـــتري الخيار ومحرر الخيار؟

٨- عدد الفروق الرئيسية بين عقود الخيار والعقود المستقبلية.

٩- ما أهمية دورة الوسيط (بيت المقاصة) في سوق العقود المستقبلية؟

١٠- ما أهم المخاطر التي يتحـــوط لـــها المســـتثمرون باســـتخدام العقـــود المستقبلية؟

١١- ماذا يقصد بكل من مصطلح (الأســـاس) Basis ومصطلـــح (المـــدى) Spread في العقـــود المســـتقبلية ومصطلـــح (الـــهامش التبـــادلي) Swap Point في عقود المقايضة؟

١٢- عرّف عقود المقايضة (المبادلات) وما الميزة الاساسية لـــهذه العقـــود بالنسبة للمتعاملين في أسواق المال.

١٣- ما الفرق بين السعر الآني أو الفوري للعملة وسعرها الآجل المحدد في عقد المقايضة؟

١٤- تتخذ عقود مقايضة العملات شكلين: قصيرة الأجل، وطويلة الأجل. مـا الفرق الرئيسي بينهما؟

١٥- ما المزايا التي توفرها عقود المقايضة للبنوك التجارية؟

١٦- يتوقع أحد المستثمرين حالة ازدهار تؤدي الى ارتفاع أسعار الاسهم فـي السوق المالي. فدخل سوق عقود الخيار مشترياً لمجموعة مـــن عقـــود الخيار الأوروبية تشمل ١٠٠٠ سهم من الأسهم العاديـــة للشـــركة (س) وذلك بالشروط التالية:

١- سعر التنفيذ ٥٠ دينار/ سهم.

٢- تاريخ التنفيذ ١٩٩٧/٦/٣٠.

٣- العلاوة ٤ دينار/ سهم.

المطلوب:

حدد موقف المستثمر (مشتري الخيار) وفق السيناريوهين التاليين، وحـدد ما يحققه كل من طرفي عقد الخيار من ربح أو خسارة في كـل منـهما ضمـن تسوية نقدية تتم بينهما.

١- ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ الى ٧٠ دينار.

٢- هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ الى ٤٠ دينار.

١٧- لدى (أحمد) محفظة أوراق مالية تحوي ٨٠٠ سهماً من الأسهم العاديـــة للشركة (ص). وتوقعاً منه لموجة كساد تقود الى هبوط حاد في أســـعار الاسهم، اشترى مجموعة من عقود خيـــار البيـــع. فـــإذا توفـــرت لـــك المعلومات التالية:

١- السعر السوقي للسهم بتاريخ العقد ٩٧/٢/١ ٨٠ دينار.

٢- تاريخ التنفيذ ٣١ تموز (يوليو) ١٩٩٧.

٣- سعر التنفيذ ٦٠ دينار.

٤- العلاوة ٥ دنانير.

المطلوب:

تحديد موقف (أحمد) بموجب السيناريوهين التاليين مبيناً مزايا التحوط التي يحققها.

١ - هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ الى ٧٠ دينار.

٢ - هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ الى ٥٠ دينار.

١٨- لدى أحد تجار الحبوب ٢٦٠ ألف دينار يرغب في استثمارها في شراء القمح وذلك توقعاً منه لارتفاع سعره عما هو عليه الآن ليصل خلال نصف سنة من الآن الى ١٥٠ ديناراً. قام باستثمار ما لديه في سوق العقود المستقبلية وذلك بالشروط التالية:

١- سعر الطن في سوق القمح الحاضرة الآن ١٠٠ دينار.

٢- وسعره في سوق العقود المستقبلية تسليم ٦ شهور من الآن ١٣٠ دينار.

٣- الهامش المبدئي المطلوب دفعه للوسيط ١٠%.

المطلوب:

بين المزايا التي يحققها التاجر لو قام باستثمار ما لديه في السوق الحاضرة للحبوب أو في سوق العقود المستقبلية وذلك تحت افتراضين:

١- تحقق توقعاته بارتفاع سعر الطن في السوق الحاضر الى ١٢٠ دينار/ طن وفي السوق المستقبلية الى ١٤٠ دينار/ طن.

٢- عدم تحقق توقعاته وذلك حين انخفض سعر طن القمح في السوق الحاضرة الى ٩٠ ديناراً، وفي السوق الآجلة الى ٨٥ ديناراً.

١- إذا كان سعر الصرف الآني (الفوري) للدولار مقابل الدينار ٧٠٥-٧١٠ فلساً، وكانت أسعار الفائدة المصرفية على الدينار والدولار لمدة ٣ شهور على التوالي:

	الدينار	الدولار
إيداع	%٨,٢٥	%٤,٥
الإقراض	%٩,٥	%٥.٥

المطلوب:

تحديد ما يلي:

أ- الهامش التبادلي (SP).

ب- سعر الشراء الآجل وسعر البيع الآجل تسليم ٣ شهور للدولار مقابل الدينار.

٢- إذا كان سعر الصرف الفوري للجنيه الاسترليني مقابل المارك الألماني هو ٢,٩٠ – ٢,٩٨ مارك لكل جنيه. وكانت أسعار الفائدة المصرفية السائدة لكل من الجنيه والمارك ولمدة ٦ شهور كما يلي:

	الدينار	الدولار
إيداع	%٧	%٣,٥
إقراض	%٨,٥	%٥,٢٥

المطلوب:

تحديد ما يلي:

١- الهامش التبادلي لمقايضة الجنيه بالمارك.

٢- سعر الشراء وسعر البيع الآجل تسليم ٦ شهور للجنيه الاسترليني مقابل المارك.

الفصل التاسع
أساليب تقييم المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل

أولاً – خواص الاستثمارات طويلة الأجل.

ثانياً – مفهوم التدفق النقدي.

ثالثاً – أساليب المفاضلة بين البدائل الاستثمارية طويلة الأجل.

١ – أسلوب فترة الاسترداد (PBP) .

٢ – أسلوب صافي القيمة الحالية (NPV) .

٣ – أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار (IRR) .

أ . استخدام (IRR) في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المتنافسة.

ب . استخدام (IRR) في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المتعارضة.

رابعاً – أثر التضخم على قرارات الاستثمار طويلة الأجل.

الفصل التاسع

أساليب تقييم المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل

أولاً - خواص الاستثمارات طويلة الأجل.

تقسم الاستثمارات وفقاً للبعد أو الأفق الزمني Time Horizon لأهداف المستثمر إلى استثمارات قصيرة الأجل، واستثمارات طويلة الأجل. بناء عليه فإن قرار حيازة النوع الأول يطلق عليه قرار استثماري قصير الأجل، بينما تتم حيازة النوع الثاني بموجب قرار استثماري طويل الأجل.

وتختلف استراتيجية الاستثمار وكذلك أساليب التحليل المتبعة بشأن القرار الاستثماري قصير الأجل، عن تلك المتبعة بشأن القرار الاستثماري طويل الأجل. إذ يغلب على القرارات الاستثمارية قصير الأجل، طابع المضاربة والميل نحو تحقيق مكاسب رأسمالية يحققها المستثمر من تقلب أسعار أدوات الاستثمار، بينما يغلب على القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، طابع الرشد والميل نحو تحقيق دخل مستمر بالإضافة إلى تحقيق النمو الحقيقي في رأس المال المستثمر.

من جانب آخر، فنظراً لأن الفاصل الزمني بين شراء الأداة الاستثمارية، وتاريخ بيعها يكون عادة قصيراً فإن القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money يصبح عنصراً قليل الأهمية في تقييم جدوى الاستثمار قصير الأجل، بينما يكون عنصراً حاسماً في تقييم جدوى الاستثمار طويل الأجل، ذلك على اعتبار أن الفاصل الزمني بين التدفق النقدي الصادر (الإنفاق الرأسمالي)،

والتدفق النقدي الداخل (الإيرادات المحققة من الاستثمار) طويل نسبياً مما يوجب استخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية Discounted Cash Flow لدى تقييم جدوى الاستثمار.

من جانب آخر تتعرض الاستثمارات طويلة الأجل أكثر من الاستثمارات قصيرة الأجل لمخاطر تقلب القيمة الشرائية لوحدة النقد والتي تنشأ بسبب عوامل التضخم الاقتصادي.

ثانيا – مفهوم التدفق النقدي

لتوضيح مفهوم التدفق النقدي Cash Flow Concept ، لا بد من الرجوع إلى الركائز التي يقوم عليها أساس الاستحقاق Accrual Basis والذي تعد بموجبه البيانات المحاسبية. فوفقاً لهذا الأساس يحدد صافي ربح الفترة المحاسبية عن طريق مقابلة الإيراد المحقق خلال الفترة المحاسبية دون مراعاة توقيت تحصيل هذا الإيراد، بالنفقات التي تم استنفاذها خلال نفس الفترة وذلك بغض النظر عما إذا كان يترتب على هذه النفقات إنفاق نقدي حقيقي أم لا.

بناء عليه تعامل بعض البنود مثل: مصروف الاستهلاك، وإطفاء الشهرة، والتسويات التي تحدث للمخصصات مثل مخصص الديون المشكوك فيها، ومخصص هبوط الأوراق المالية، ومخصص البضاعة، ومخصص مكافأة نهاية الخدمة، كأعباء تخصم من إيراد الفترة المحاسبية قبل الوصول إلى صافي الربح المحاسبي.

لكن وفقاً لمفهوم التدفق النقدي، فإن البنود آنفة الذكر وحيث أنه لا يترتب عليها أي تدفق نقدي حقيقي، يتوجب إعادة ردها أو إضافتها لصافي الربح المحاسبي بعد الضريبة وذلك لتحديد صافي التدفق النقدي.

مثال:

ما يلي صورة لقائمة الدخل الملخصة لشركة بيت المقدس الصناعية للفترة المنتهية في ١٩٩٢/١٢/٣١.

شركة بيت المقدس الصناعية

قائمة الدخل الملخصة للسنة المنتهية في ٩٢/١٢/٣١

	بالآلاف
صافي المبيعات	٨٠٠
تكلفة البضاعة المباعة	٤٥٠
	٣٥٠
مصروفات التشغيل.	
استهلاك معدات ومباني	٥٠
مصروفات البيع والإدارة	١٥٠
مجموع مصروفات التشغيل	٢٠٠
صافي الربح قبل الضريبة	١٥٠
يطرح ضريبة الدخل ٤٠%	٦٠
صافي الربح بعد الضريبة	٩٠

هنا لتحديد صافي التدفق النقدي يتطلب الأمر تسوية. صافي الربح المحاسبي بإعادة بند الإستهلاكات باعتبارها مصروفاً لا يتطلب إنفاقاً نقدياً كما يلي:

	بالآلاف
صافي الربح المحاسبي	٩٠
يضاف مصروف الاستهلاك	٥٠
صافي التدفق النقدي	١٤٠

ثالثا – أساليب المفاضلة بين البدائل الاستثمارية طويلة الأجل

تظهر الحاجة إلى استخدام هذه الأساليب وذلك في الظروف التي تتواجد فيها فرص استثمارية متعددة تتنافس على مدخرات محدودة. وأكثر المجالات الاستثمارية حاجة لمثل هذه الأساليب هي تلك المرتبطة بإعداد الموازنات الرأسمالية Capital Budjets للمشروعات الاقتصادية. إذ أن بناء هذه الموازنات يتطلب سلسلة من القرارات تنصب على تقييم جدوى المشروعات الاستثمارية والتي يتعلق معظمها بحيازة الأصول طويلة الأجل.

ومن أكثر الأساليب شيوعاً في هذا المجال ما يلي:

١ – أسلوب فترة الاسترداد.

٢ – أسلوب صافي القيمة الحالية.

٣ – أسلوب معدل العائد الداخلي.

١ – أسلوب فترة الاسترداد Pay Back Period

يقوم هذا الأسلوب على أساس أن جدوى المشروع الاستثماري على صلة وثيقة بطول الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد رأس المال المستثمر في هذا المشروع. وعليه فكلما قصرت هذه الفترة كلما زادت جدوى الاستثمار والعكس بالعكس.

مثال :

ما يلي التدفقات النقدية المتوقعة من مشروعين استثماريين (أ ، ب) يتطلب كل منهما انفاقاً رأسمالياً قدره ٥٠ ألف دينار:

السنة	مشروع (أ)	مشروع (ب)
١	٢٥٠٠٠	٢٠٠٠٠
٢	٢٥٠٠٠	٢٠٠٠٠
٣	١٠٠٠٠	١٥٠٠٠
٤	--	١٠٠٠٠
٥	--	٣٠٠٠

أي المشروعين أكثر جدوى وفقاً لأسلوب فترة الاسترداد؟

الحل:

طول فترة الاسترداد للمشروع (أ) سنتان ذلك لأن مراجعة جدول التدفقات النقدية المتوقعة منه، تكشف عن أنه مع نهاية السنة الثانية فإن جملة هذه التدفقات النقدية ستعادل تماماً مبلغ الإنفاق الرأسمالي وهو ٥٠ ألف دينار.

كما أن طول فترة الاسترداد للمشروع (ب) $\frac{٢}{٣}$ ٢ سنة، لأنه مع انقضاء الثلث الثاني من السنة الثالثة ستكون جملة التدفقات النقدية المحققة منه ٥٠ ألف دينار.

بناء لما تقدم فإن المشروع (أ) هو المشروع الاستثماري الأفضل.

ومن أهم الانتقادات التي توجه لأسلوب فترة الاسترداد ما يلي:

١ – أنه يهمل التدفقات النقدية المتوقعة بعد فترة الاسترداد، إذ أن مراجعة جدول التدفق النقدي السابق، تكشف عن أن المشروع (ب) يحقق تدفقاً نقدياً إضافياً بعد انتهاء فترة الاسترداد قدره ١٨ ألف دينار دون أن يؤخذ في الحسبان. كما لم يؤخذ في الحسبان أيضاً التدفق النقدي المحقق من البديل (أ) بعد انتهاء السنة الثانية وقدره ١٠٠٠٠ دينار.

٢ - كما أن هذا الأسلوب يهمل أيضاً عنصر القيمة الزمنية للنقود في عملية احتساب التدفقات النقدية المحققة من البدائل الاستثمارية. وهـــذا يؤثـر كثيراً على نتائج التقييم خصوصاً عندما يطول العمر الإنتاجي للأصل.

٢ - أسلوب صافي القيمة الحالية Net Present Value

يتلافى هذا الأسلوب عيوب الأسلوب الســـابق لأنـــه يراعـــي إجمـالي التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري وليس جزءاً منها فقط كما هو حال أسلوب فترة الاسترداد. كما أنه يراعي أيضاً توقيت التدفقات النقدية ســواء الخارجة أو الداخلة والمرتبطة بالمشروع الاستثماري.

أما الأساس أو المعيار الذي يقوم عليه هذا الأسلوب في المفاضلة بيـــن البدائل الاستثمارية المتنافسة فهو أن البديل الاستثماري الأفضل، هو ذلك البديـل الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية موجبة Positive Net Present Value. فبالرجوع للمثال السابق وبـــافتراض أن الإنفـــاق الرأســـمالي المســـتثمر فـي المشروعين (أ ، ب) يحدث في بداية السنة الأولى، يتم تقييم جـــدوى كـــل مـن المشروعين بأسلوب صافي القيمة الحالية على النحو التالي:

جدول رقم (٩-١)
المفاضلة بين المشروعين الاستثماريين باستخدام أسلوب صافي القيمة الحالية

المشروع (أ)		المشروع (ب)	
السنة	التدفق النقدي	السنة	التدفق النقدي
١	٢٢٧٢٥ = ٠,٩٠٩×٢٥٠٠٠	١	١٨١٨٠ = ٠,٩٠٩ ×٢٠٠٠٠
٢	٢٠٦٥٠ = ٠,٨٢٦ × ٢٥٠٠٠	٢	١٦٥٢٠ = ٠,٨٢٦ × ٢٠٠٠٠
٣	٧٥١٠ = ٠,٧٥١ × ١٠٠٠٠	٣	١١٢٦٥ = ٠,٧٥١ × ١٥٠٠٠
		٤	٦٨٣٠ = ٠,٦٨٣ × ١٠٠٠٠
		٥	١٨٦٣ = ٠,٦٢١ × ٣٠٠٠
القيمة الحالية للتدفق النقدي = ٥٠٨٨٥		= ٥٤٦٥٨	
القيمة الحالية للإنفاق الرأسمالي = ٥٠٠٠٠		= ٥٠٠٠٠	
صافي القيمة الحالية = ٨٨٥		= ٤٦٥٨	

يلاحظ من الجدولين أعلاه بـــأن المشـــروعين الاســـتثماريين (أ ، ب) مجديان. لكن المشروع (ب) هو الأفضل لأنه يعد بصافي القيمة الحالية الأكبر.

كما يلاحظ أيضاً بأن أسلوب صافي القيمة الحالية أعطي بشأن المفاضلـــة بين المشروعين (أ ، ب) نتائج مغايرة لتلك التي أعطاها أسلوب فترة الاسـترداد. إذ بينما كان البديل (أ) هو الأفضل وفقاً لأسلوب فترة الاسترداد، كـــان البديـــل (ب) هو الأفضل وفقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية، ذلك يطرح تســـاؤلاً هامـــاً بخصوص من هو الأكـــثر مصداقيـــة مـــن الأســـلوبين فـــي المفاضلـــة بيـــن المشروعين؟.

مما لا شك فيه بأن إجابة دقيقة عن التساؤل السابق من الصعب تقديمـها، لأنه وإن كان الأسلوب الثاني وهو صافي القيمة الحالية يعالج جانبين من جوانب قصور أسلوب فترة الاسترداد وهما إهمال التدفق النقدي الإضـــافي بعـــد فـــترة

الاسترداد، وتوقيت التدفق النقدي، إلا أنه أي أسلوب صافي القيمة الحالية، يهمل عنصراً هاماً وهو احتمال إعادة استثمار التدفق النقدي من المشروع (أ) لسنتين إضافيتين هما السنتان الرابعة والخامسة، واحتمال أن يحقق خلال هاتين السنتين تدفقاً نقدياً يفوق ذلك المحقق من المشروع (ب) خلال نفس السنتين. وإذا تحقق ذلك فإن تفضيل المشروع (ب) يصبح حينئذ محلاً للتساؤل.

٣ - أسلوب معدل العائد الداخل على الاستثمار

Internal Rate of Return on Investment (IRR)

يعرف هذا المعدل والذي يطلق عليه البعض مصطلح المعدل الحقيقي للفائدة الاقتصادية The true economic interest rate أو معدل خصم التدفقات النقدية The discounted cash flow rate بما يلي:

"معدل العائد الداخلي للاستثمار في مشروع رأسمالي معين، هو معدل الفائدة أو الخصم الذي لو خصمت به التدفقات النقدية الخارجة والداخلة لهذا المشروع، لتساوت حينئذ القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (الإنفاق الرأسمالي)، مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات)".

كما يمكن تعريفه أيضاً بأنه **" معدل الفائدة أو الخصم الذي لو خصمت به التدفقات النقدية الخارجة والداخلة للمشروع لكانت صافي القيمة الحالية للمشروع تساوي صفراً ".**

وعند بحث مفهوم معدل العائد الداخلي على الاستثمار، لا بد من الإشارة إلى ثلاثة مفاهيم أساسية هي على صلة وثيقة به.

المفهوم الأول، هو مفهوم التدفق النقدي (Cash – flow concept) وقد سبقت الإشارة إليه.

المفهوم الثاني، هو مفهوم التدفق النقدي التفاضلي Differential Cash Flow فبموجب هذا المفهوم يعتبر من قبيل التكلفة التفاضلية

Differential Cost للمشروع أو البديل الاستثماري أية زيادة في نفقات المنشأة، أو أي نقص في إيراداتها يترتبان على تبني المنشأة لهذا البديل. وعلى العكس من ذلك يعتبر إيراداً تفاضلياً Differntial Revenue للبديل الاستثماري أي نقص يحدث في نفقات المنشأة (وفورات) أو أية زيادة تحدث في إيراداتها بسبب تبني المنشأة لهذا البديل.

أما المفهوم الثالث، وهو مفهوم القيمة الزمنية للنقود، فيقوم على حقيقة أن للنقود قوة إيرادية Earning power تكتسبها بحكم ندرتها التي توفر لها فرصاً دائمة ومستمرة للاستثمار. وبموجب هذا المفهوم، فإن القيمة الاقتصادية لوحدة النقد اليوم هي أكبر من قيمتها الاقتصادية بعد عام وأقل من قيمتها قبل عام. فإذا كان معدل الفائدة السنوية السائد في السوق المالي هو ١٠% مثلاً، فإن القيمة الاقتصادية للدينار بالنسبة لرجل الأعمال ستساوي ١١٠% من قيمته الاقتصادية بعد عام، كما تساوي ٩٠ر٩٠% من قيمته الاقتصادية قبل عام، وأخذ مفهوم القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار لدى المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الرأسمالية المتنافسة، يكسب عملية التقييم سمة الموضوعية خصوصاً في الأحوال التي تطول فيها الفترة الزمنية الفاصلة بين تاريخ واقعة الإنفاق الرأسمالي، وتاريخ أو تواريخ واقعة اكتساب الإيرادات المتوقعة من الاستثمار. وفي أحوال كهذه تصبح القيمة الحالية Present Value للتدفقات النقدية المتعلقة بالمشروع الرأسمالي، وليس القيمة الاسمية Nominal Value لهذه التدفقات، بمثابة العامل المحدد في عملية تقييم جدوى المشروعات الرأسمالية التي تتنافس على الموارد المالية المحدودة للمنشأة.

قياس معدل العائد الداخلي على الاستثمار:

لعل من أهم المشاكل التي يواجهها مستخدمو معدل العائد الداخلي على الاستثمار في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الرأسمالية، هي عدم توفر مقياس مباشر لتحديد هذا المعدل. إذ يستخدم في قياسه ما يعرف بأسلوب التجربة والخطأ القائم على المفهوم الاقتصادي المعروف بمفهوم التعادل Break Even Concept وذلك على أساس أن هذا المعدل، يمثل معدل الخصم الذي بموجبه تتعادل القيمة الحالية لإجمالي المتحصلات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري، مع القيمة الحالية للإنفاق الرأسمالي المترتب على هذا المشروع، وذلك في لحظة زمنية محددة هي لحظة أو نقطة الصفر Zero Point . وتتمثل نقطة أو لحظة الصفر عادة بالتاريخ الذي تحدث فيه آخر دفعة للإنفاق الرأسمالي الخاص بالمشروع الاستثماري. فبالنسبة لمشروع استثماري معين يقضي بشراء أصل معين (آلة مثلاً) تكلفتها ٥٠ ألف دينار تدفع في بداية عام ١٩٩٠ مثلاً، يعتبر بتاريخ ١٩٩٠/١/١ بمثابة نقطة الصفر لدى تقييم جدوى هذا المشروع.

أما لو كان عقد شراء هذه الآلة مع المورد يقضي بدفع ثمنها على قسطين الأول في ١٩٩٠/١/١ ، والثاني في ١٩٩١/١/١ ، فحينئذ سيكون تاريخ ١٩٩١/١/١ هو نقطة الصفر في تقييم جدوى الاستثمار في هذه الآلة.

ضمن المفهوم السابق يتمثل النموذج الرياضي لمعدل العائد الداخلي على الاستثمار المتوقع من مشروع رأسمالي معين كشراء الآلة المشار إليها أعلاه كما يلي:-

$$ق ح = \sum_{ر=1}^{ن} ق م \ (1 + ع)^{-ر}$$

حيث:

ق ح = القيمة الحالية للإنفاق النقدي على الاستثمار (في لحظة الصفر).

ق م = القيمة الاسمية للدفعة السنوية الرائية حيث (ر = ١ ، ٢ ، ....ن).

ن = العمر الإنتاجي للآلة.

ع = معدل العائد الداخلي المتوقع للاستثمار في هذه الآلة ممثلاً في صورة مئوية (%).

$(1 + ع)^{-ر}$ = القيمة الحالية لدينار واحد في نهاية كل سنة من السنوات الممثلة للعمر الإنتاجي للآلة وذلك حيث (ر = ١ ، ٢ ، ٣ .... ن).

ولتوضيح كيفية استخدام النموذج المشار إليه أعلاه في قياس معدل العائد الداخلي على الاستثمار سنعرض المثال التالي:

لنفرض مثلاً أن إدارة منشأة صناعية كانت بصدد دراسة الجدوى الاقتصادية لمشروع استثماري رأسمالي يتمثل في شراء آلة جديدة بقصد رفع الطاقة الإنتاجية للمصنع، وقد توفرت لها المعلومات التالية:

١ - الإنفاق الرأسمالي ٣٥٠٠٠ دينار يدفع منها ١٥٠٠٠ دينار في ٩٠/١/١، ويدفع باقي الثمن في ١٩٩١/١/١. وقد بدأ المشروع نشاطه الانتاجي في ٩٠/١/١ ويحتسب الايراد السنوي محققا في نهاية العام.

٢ - الإيرادات أو المتحصلات النقدية المتوقعة من الآلة على مدار عمرها الإنتاجي وهو ٥ سنوات هي كما يلي على الترتيب : ٦٠٠٠ ، ٨٠٠٠ ، ١٠٠٠٠ ، ٩٠٠٠ ، ٧٠٠٠ ديناراً.

٣ - قيمة النفاية المقدرة في نهاية عمرها الإنتاجي ١٠٠٠٠ دينار.

هنا يتمثل معدل العائد الداخلي على الاستثمار في الآلة بمعدل الخصم الذي يحقق التعادل بين القيمة الحالية للإنفاق النقدي على الآلة والقيمة الحالية لإجمالي الإيرادات المتوقعة منها وذلك في لحظة الصفر وهي هنا ١٩٩١/١/١. لكن ليس من سبيل هنا سوى اللجوء كما أسلفنا إلى استخدام ما يعرف بأسلوب التجربة والخطأ في تحديد معدل الخصم المطلوب. وهذا يقتضي الاستعانة

بالجداول الرياضية للقيمة الحالية، ومن ثم تحديد القيمة الحالية لكل من الإنفاق الرأسمالي للآلة، والإيرادات المتوقعة منها بموجب معدلات خصم مختلفة. ومن ثم يمكن باستخدام أسلوب التقسيم التناسبي تحديد معدل الخصم الذي ستكون عنده صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الآلة تساوي (صفراً). أو بمعنى آخر حيث تتساوى القيمة الحالية للإنفاق الرأسمالي للآلة، مع القيمة الحالية لإجمالي الإيرادات المتوقعة منها.

سنتناول المشكلة أولاً بتحديد القيمة الحالية لكل من الإنفاق الاستثماري والتدفقات النقدية (الإيراد) تحت معدلات خصم مختلفة، لنتولى بعد ذلك تحديد معدل العائد على الاستثمار، وذلك من خلال الجداول التالية.

جدول رقم (٩-٢)

تحديد القيمة الحالية للإنفاق الاستثماري (ثمن الآلة)

في لحظة الصفر ١٩٩١/١/١

ع	القيمة الحالية للإنفاق الاستثماري		اجمالي القيمة الحالية
	١٥٠٠٠ ٩٠/١/١	٢٠٠٠٠ ٩١/١/١	
٠ %	١٥٠٠٠	٢٠٠٠٠	٣٥٠٠٠
٥ %	١٥٧٥٠	٢٠٠٠٠	٣٥٧٥٠
١٠ %	١٦٥٠٠	٢٠٠٠٠	٣٦٥٠٠
١٥ %	١٧٢٢٥	٢٠٠٠٠	٣٧٢٢٥

يلاحظ في الجدول أعلاه بأنه قد تم تحديد القيمة الحالية للإنفاق الاستثماري الذي سدد على دفعتين وذلك بموجب معدلات خصم مختلفة. ونذكر بالنسبة لبيانات الجدول بما يلي:

١ - عند معدل خصم (صفر) فإن القيمة الاسمية الإنفاق الاستثماري تعادل تماماً القيمة الحالية لهذا الإنفاق.

٢ - حيث أن (لحظة الصفر) هي ٩١/١/١ لذا فإن القيمة الحالية بهذا التاريخ للقسط الأول من ثمن الآلة وهو ١٥٠٠٠ دينار والمدفوع في ٩٠/١/١، ستزيد عن قيمته الاسمية تحت معدلات الخصم المختلفة فيما عدا معدل الخصم (صفر)، وذلك لأنه دفع قبل لحظة الصفر. وقد احتسبت القيمة الحالية لهذا القسط بإضافة الفائدة البسيطة لهذا القسط وقيمته (١٥٠٠٠ دينار) بمعدل فائدة يعادل معدل الخصم ولمدة سنة. أي أن القيمة الحالية لهذا القسط تعادل [١٥٠٠٠+١٥٠٠٠ × ٥%].

٣ - القيمة الحالية للقسط الثاني وقيمته الاسمية ٢٠٠٠٠ دينار تعادل بالطبع قيمته الاسمية نظراً لتطابق تاريخ واقعة الدفع مع لحظة الصفر ٩١/١/١.

جدول رقم (٩-٣)

تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية في لحظة الصفر ٩١/١/١

ع	القيمة الحالية للتدفقات النقدية					اجمالي القيمة الحالية
	٦٠٠٠ ٩١/١/١	٨٠٠٠ ٩١/١/١	١٠٠٠٠ ٩٣/١/١	٩٠٠٠ ٩٤/١/١	١٧٠٠٠ ٩٥/١/١	
٠ %	٦٠٠٠	٨٠٠٠	١٠٠٠٠	٩٠٠٠	١٧٠٠٠	٥٠٠٠٠
٥ %	٦٠٠٠	٧٦٤٨	٩٠٧٠	٧٧٧٤	١٣٩٧٤	٤٤٤٦٦
١٠%	٦٠٠٠	٧٢٧٣	٨٢٦٠	٦٧٥٩	١١٦١١	٣٩٩٠٢
١٥%	٦٠٠٠	٦٧٩٢	٥٧٦٠	٥٩١٣	٩٧٢٤	٣٥٩٨٩

بخصوص بيانات الجدول أعلاه يلاحظ ما يلي:

١ - القيمة الحالية للدفعة الأولى وهي ٦٠٠٠ دينار تعادل قيمتـــها الاسـمية نظراً لأنها تتطابق تحصيلها مع لحظة الصفر حيث اعتبر ايراد السـنة الأولى محققاً في نهاية العام.

٢ - حددت القيمة الحالية للدفعات المتبقية. عن طريق المعادلة التالية:
القيمة الحالية للدفعة = القيمة الاسمية × القيمة الحالية لدينار واحد.
فمثلاً بموجب معدل خصم (١٠%) حددت القيمة الحالية للتدفقات النقدية على النحو التالي:

١ × ٦٠٠٠	=	٦٠٠٠
٠,٩٠٩ × ٨٠٠٠	=	٧٢٧٢
٠,٨٢٦ × ١٠٠٠٠	=	٨٢٦٠
٠,٧٥١ × ٩٠٠٠	=	٦٧٥٩
٠,٦٨٣ × ١٧٠٠٠	=	١١٦١١
اجمالي القيمة الحالية	=	٣٩٩٠٢

جدول رقم (٩-٤)

احتساب معدل العائد الداخلي على الاستثمار

ع	القيمة الحالية للإنفاق الرأسمالي في ٩٠/١/١	القيمة الحالية للتدفقات النقدية في ٩١/١/١	صافي القيمة الحالية في ٩١/١/١
٠ %	٣٥٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٥٠٠٠
٥ %	٣٥٧٥٠	٤٤٤٦٦	٨٧١٦
١٠ %	٣٦٥٠٠	٣٩٩٠٢	٣٤٠٢
IRR	نقطة التعادل		صفر
١٥%	٣٧٢٢٥	٣٥٩٨٩	(١٢٣٦)

يلاحظ من الجدول أعلاه ما يلي:

١ - إن إجمالي القيمة الحالية للتدفق النقدي (الإيرادات) تتناقص كلما ارتفع معدل الخصم.

٢ - أن صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي (NPV) والمتمثل بالفرق بين إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، وإجمالي القيمة الحالية للإنفاق الاستثماري هو الآخر يتناقص مع تزايد معدل الخصم (ع). كما أنه عند معدل خصم ١٥% أصبح سالباً ومقداره (١٢٣٦).

٣ - بناء عليه وحيث أن (IRR) يمثل معدل الخصم الذي بموجبه تتعادل القيمة الحالية للإنفاق الاستثماري والقيمة الحالية للتدفقات النقدية. أي الذي يكون عنده صافي القيمة الحالية يساوي صفراً، إذن فإن هذا المعدل سيقع في نقطة ما تقع بين معدلي الخصم ١٠% ، ١٥% .

٤ - ويقصد تحديد هذا المعدل أي (IRR) يستخدم أسلوب التقسيم التناسبي حسب المعادلة التالية:

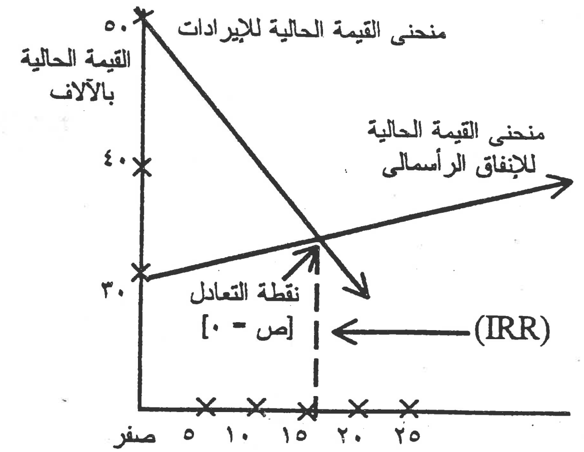
$$ع = ١٠\% + \frac{٣٤٠٢ \; (١٥ - ١٠)}{٣٤٠٢ - (-١٢٣٦)}$$

$$= ١٠\% + \frac{٣٤٠٢ \times ٥}{٤٦٣٨}$$

$$= ١٠\% + ٣,٦٧\% = ١٣,٦٧\%$$

٥ - كما يمكن التعبير عما سبق بيانياً حسب ما هو موضح في الشكل التالي رقم (٩-١).

تحديد معدل العائد الداخلي على الاستثمار



شكل رقم (٩-١)

استخدام معدل العائد الداخلي على الاستثمار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية:

تختلف المشاكل التي يواجهها متخذو القرارات الاستثمارية طويلة الأجل في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة وذلك حسب نوع المشروعات الرأسمالية موضع الاستثمار. وبوجه عام تقسم المشروعات الرأسمالية من زاوية طبيعة القرارات المطلوب اتخاذها بصددها إلى نوعين رئيسين هما:

١ - اقتراحات ومشروعات رأسمالية متنافسة Competing Capital Proposals

٢ - اقتراحات أو مشروعات رأسمالية متعارضة Conflicting Capital Proposals

وتكون المشروعات الرأسمالية متنافسة متى كان كل منها مستقلاً في ...ده عن الآخر، ومن ثم لا يمكن اختيارها جميعها معاً إذا ما ثبتت جدواها ...صادية، إلا إذا توفرت الموارد المالية الكافية للاستثمار فيها معاً. أما في ... عدم كفاية هذه الموارد للاستثمار منها معاً فحينئذ تتنافس هذه المشروعات ... الموارد المالية المحدودة المتاحة وتخضع عملية المفاضلة بينها لقيمة معدل ... الداخلي المتوقع على الاستثمار من كل منها، يحدث ذلك عندما يكون ...رار بصدد المفاضلة بين استثمار مبلغ محدود من الأموال الفائضة لدى شركة ...دي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمصنع، أو استثمار نفس المبلغ وقدره مثلاً ... ألف دينار وذلك إما في شراء آلة بنفس المبلغ أو في شراء سيارات جديدة ...كن إدارة البيع في الشركة من تنشيط حركة المبيعات. بينما تكون المشروعات ...أسمالية متعارضة متى كان اختيار أحدها يقضي مباشرة برفض الأخرى حتى ...جود الموارد المالية الكافية للاستثمار فيها معاً. يحدث ذلك مثلاً عندما تكون ...دارة بصدد اتخاذ قرار إما ببناء مبنى للمصنع، أو استئجاره من الغير. ففي ...لة كهذه لا يمكن اختيار البديلين معاً وإنما تم المفاضلة بينهما على أساس (IRR) ومن ثم يتم اختيار الأفضل ليرفض الآخر بالتبعية.

- المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الرأسمالية المتنافسة.

في المفاضلة بين هذا النوع من المشروعات الاستثمارية يستخدم (IRR) كمؤشر لترتيب Ranking البدائل المتاحة تبعاً لإنتاجية الأموال التي ...ستثمر في كل بديل. وتتم عملية تقييم هذه البدائل في خمس خطوات رئيسية ...على النحو التالي:

* **الخطوة الأولى:**

تقدير العناصر الرئيسية لكل مشروع من المشروعات الرأسمالية المتنافسة:

يقصد بالعناصر الرئيسية للمشروع الاستثماري الرأسمالي مجموعة العوامل أو العناصر التي تدخل في تقييم جدواه مثل: قيمة الاستثمار المبدئي فيه أو ما يعرف بالإنفاق الرأسمالي، والزيادة المطلوبة في رأس المال العامل، وقيمة التدفق النقدي الداخلي المتوقع منه (المتحصلات النقدية)، عمر المشروع أي العمر الإنتاجي للأصل أو الأصول المعمرة، ثم القيمة المقدرة للنفاية لكل أصل من هذه الأصول إن وجدت.

ويقوم بهذه التقديرات في العادة مشرفو الإدارة أو القسم الذي يتأثر نشاطه بالمشروع مع الاستعانة أحياناً بخبرات أخرى متوفرة داخل المنشأة أو خارجها مثل مكاتب الاستشارات الاقتصادية والتسويقية.

وبشأن عملية التقدير هذه لا بد من مراعاة الاعتبارين التاليين:

١ - أن تقاس قيمة كل من الإنفاق الرأسمالي للمشروع وكذلك المتحصلات النقدية المتوقعة منه على أساس تفاضلي. بمعنى أن تدخل في عملية تقييم الجدوى عناصر التكلفة وعناصر الإيراد المتأثرة بالمشروع فقط مقاسة وفقاً لمفهوم التدفقات النقدية التفاضلية. وحسب هذا المفهوم يعتبر إيراداً تفاضلياً للمشروع الرأسمالي كل زيادة متوقعة في إيراد المنشأة، أو أية وفورات متوقعة في نفقاتها تترتب على اختيار هذا المشروع. فمثلاً في تقييم الجدوى الاقتصادية لاستبدال آلة قديمة بآلة جديدة، لا يقتصر الإيراد التفاضلي للآلة الجديدة على الزيادة المتوقعة في إجمالي إيراد المنشأة بسبب ارتفاع الطاقة الإنتاجية للمصنع، بل يمتد هذا الإيراد التفاضلي ليشمل أيضاً جميع التكاليف السالبة (الوفورات) التي تحدث

بسبب استبدال الآلة والتي قد تظهر إما في صورة نقص في نفقات الصيانة مثلاً، أو في صورة نقص في نفقات المناولة أو في كليهما معاً. كما يدخل في تحديد الإيراد التفاضلي لقرار الاستبدال أيضاً، الثمن المقدر لنقاية الآلة الجديدة. أم المبلغ المحصل من بيع الآلة المستبعدة في حال بيعها فيعتبر تخفيضاً لثمن الآلة الجديدة.

وبالمثل يعتبر تكلفة تفاضلية للمشروع الرأسمالي كل زيادة متوقعة في نفقات المنشأة بجانب أي نقص متوقع في إيراداتها تترتب على اختيار هذا المشروع. ففي تقييم الجدوى الاقتصادية لإنتاج منتج جديد بجانب منتج قديم، فإن التكلفة التفاضلية للقرار الاستثماري لإنتاج هذا المنتج لا تقتصر فقط على الإنفاق الرأسمالي المطلوب لتصنيعه، بل تشمل أيضاً الإيرادات السالبة التي قد تترتب على ذلك والمتمثلة في أي انخفاض يحدث في قيمة مبيعات المنشأة من المنتج القديم.

ومما تجدر الإشارة إليه هنا هو أن القيمة الدفترية Book Value للأصل المستبدل يجب عدم أخذها بعين الاعتبار في قرار الاستبدال، لأنه بحكم التكلفة الغارقة Sunk Cost التي لا يترتب عليها تدفق نقدي يرتبط بقرار الاستبدال. لكن ما يؤخذ فقط بعين الاعتبار هو ثمن بيع هذا الأصل في حالة بيع، إذ يعتبر هذا الثمن كما أشرنا بمثابة تخفيض للإنفاق الرأسمالي أي تخفيض الثمن الأصل الجديد.

أن يراعى أثناء عملية التقدير، ثبات الفروض Assumptions التي تبنى عليها هذه العملية من قبل جميع الجهات المشاركة في عملية التقدير هذه. ففي تقييم الجدوى الاقتصادية لمشروع شراء آلة جديدة مثلاً، يكون القرار المتخذ بصدد قبول أو رفض المشروع مبنياً على تقديرات مصدرها جميع الإدارات المتأثرة بهذا المشروع كإدارة الإنتاج،

وإدارة البيع، وإدارة التمويل. وحتى تكون هذه التقديرات **منطقية، لا بد** وأن تكون في جميع مواحلها مبنية على نفس الفروض. ذلك ما يتطلب وجود قدر من التنسيق بين هذه الإدارات ضمن نظام شامل ومتكامل للمعلومات، يضمن انسياب المعلومات الاقتصادية بينها بيسر وسهولة.

- **الخطوة الثانية:**

احتساب (IRR) لكل مشروع من المشروعات الرأسمالية المتنافسة.

بمجرد تقدير المدفوعات والمتحصلات النقدية المتوقعة من كل مشروع من المشروعات الرأسمالية المتنافسة، تستخدم جداول القيمة الحالية لتحديد (IRR) بالنسبة لكل منها وبالأسلوب الذي شرحناه سابقاً. وتتأثر قيمة (IRR) بالنسبة لكل بديل من البدائل أو المشروعات المتنافسة بالعوامل الرئيسية التالية:

١ - القيمة الإجمالية للإنفاق الرأسمالي.

٢ - القيمة الإجمالية للمتحصلات النقدية المتوقعة (الإيراد المتوقع).

٣ - شكل وتوقيت التدفق النقدي لكل من الإنفاق الرأسمالي، والإيراد المتوقع.

وبالنسبة للعاملين الأول والثاني فلا حاجة لتحليل آثارهما على قيمة (IRR) إذ من السهل استنتاج هذه الآثار. لكن ما يهمنا هنا هو تحليل آثار العامل الثالث وهو شكل وتوقيت التدفق النقدي على (IRR) . عموماً يمكن القول بخصوص العاملين الأول والثاني ما يلي:

- بثبوت العاملين الثاني والثالث، تتناسب قيمة (IRR) تناسباً عكسياً مع القيمة الإجمالية للإنفاق الرأسمالي.
- وبثبوت العاملين الأول والثالث، تتناسب قيمة (IRR) تناسباً طردياً مع القيمة الإجمالية للمتحصلات النقدية المتوقعة.

وبثبوت العاملين الأول والثاني، تتناسب قيمة (IRR) تناسباً عكسياً مع طول الأفق الزمني للاستثمار ممثلاً في طول الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها التدفقات النقدية.

آثار شكل وتوقيت التدفق النقدي على قيمة (IRR)

تختلف المشروعات الرأسمالية في شكل وتوقيت تدفقاتها النقدية الخارجة والداخلة. فمن حيث الشكل قد تأخذ هذه التدفقات صورة دفعات سنوية متساوية مثلاً، أو صورة دفعات سنوية غير متساوية قد تكون متناقصة أو متزايدة. ومن حيث التوقيت قد يتم التدفق النقدي الخارج أو الداخل مرة واحدة، أو على دفعات متعددة. وفي جميع هذه الأحوال تتأثر قيمة (IRR) وفقاً لشكل وتوقيت التدفق النقدي للمشروع الرأسمالي، وذلك بسبب تدخل عامل القيمة الزمنية للنقود في عملية احتسابه.

عموماً وبقصد إظهار آثار شكل وتوقيت التدفق النقدي للمشروعات الاستثمارية الرأسمالية على (IRR) ، نسوق المثال التالي:

لو أن إدارة منشأة معينة كانت مثلاً بصدد اتخاذ قرار استثماري بشأن شراء آلة توفرت بشأنها ثلاثة عروض هي على النحو التالي:

- **العرض الأول** : شراء آلة من الصنف (أ) بالشروط التالية:

الاستثمار المبدئي (ثمن الآلة) ٣٥٠٠٠ دينار تدفع على قسطين.

الأول ١٥,٠٠٠ دينار يدفع عند الشراء، ويدفع باقي الثمن وهو ٢٠,٠٠٠ ديناراً في قسط ثان بعد سنة.

وقد قدر عمرها الإنتاجي ٥ سنوات، وقيمة النفاية بمبلغ ١٠,٠٠٠ ديناراً أما المتحصلات النقدية المتوقعة منها على مدار ٥ سنوات فكانت على التوالي: ٦٠٠٠ ، ٨,٠٠٠ ، ٩,٠٠٠ ، ١٠,٠٠٠ ، ٧,٠٠٠ .

* **والعرض الثاني: شراء الآلة (ب) حيث:**

الاستثمار المبدئي ٣٥٠٠٠ ديناراً أيضاً وتدفع على قسطين تماماً كالآلة (أ). كما قدر عمرها الإنتاجي بمدة ٥ سنوات. لكن القيمة المقدرة لنفايتها كانت (صفراً). وبخصوص المتحصلات النقدية المتوقعة منها فقد كانت دفعة سنوية متساوية لمدة ٥ سنوات مقدارها ١٠,٠٠٠ .

هنا وبقصد تحديد معدل العائد الداخلي على الاستثمار المتوقع من كل بديل من البدائل المتنافسة الثلاثة، نستخدم النموذج الرياضي الذي أشرنا إليه سابقاً، ثم بالإستعانة بالجداول الرياضية للقيمة الحالية نحدد القيمة الحالية لكل من الإنفاق الرأسمالي، والإيراد المتوقع من كل بديل من البدائل المتنافسة وذلك بموجب معدلات خصم مختلفة وباتباع أسلوب التجربة والخطأ تتوفر لدينا المعلومات الموضحة في الجدول التالي رقم (٩-٥) وذلك حيث:

ق أ تمثل القيمة الاسمية للإنفاق الرأسمالي بالنسبة لكل بديل.

ق م تمثل القيمة الاسمية للمتحصلات النقدية المتوقعة (الإيراد) بالنسبة لكل بديل.

ص تمثل صافي القيمة الحالية لكل بديل.

ع أو (IRR) تمثل معدل العائد الداخلي على الاستثمار المتوقع من كل بديل.

حتى يكون بالإمكان المفاضلة بين البدائل الاستثمارية الثلاثة يتطلب الأمر تحديد العائد المتوقع على الاستثمار (IRR) من كل منها، ليتم بناء لذلك اختيار البديل الذي يعد بالعائد الأعلى لأنها من النوع المتنافس.

وفي تحديد (IRR) لكل من هذه البدائل تم اختبار جدواها تحت معدلي خصم هما ١٠% ، ١٨% ، فكانت النتائج الموضحة في الجدول التالي رقم (٩-٥).

جدول رقم (٩-٥)

تحديد (IRR) لكل من البدائل الثلاثة (أ ، ب ، جـ)

القيمة الاسمية		القيمة الحالية ع = ١٠%			القيمة الحالية ع = ١٨%			ع
ق أ	ق م	ق أ	ق م	ص	ق أ	ق م	ص	(IRR)
٣٥٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٣٦٥٠٠	٣٩٩٠٢	٣٤٠٢	٣٧٧٠٠	٣٤٢٠٧	(٣٤٩٣)	١٣,٩٥
٣٥٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٣٦٥٠٠	٤١٦٩٩	٥١٩٩	٣٧٧٠٠	٣٦٩٥٠	(٧٥٠)	%١٧
٣٥٠٠	٥٠,٠٠٠	٣٥٠٠٠	٣٩٩٠٢	٤٩٠٢	٣٥٠٠٠	٣٤٢٠٧	(٧٩٣)	%١٦,٨

في إعداد البيانات الخاصة بالقيمة الحالية للإنفاق الاستثماري (ق أ) البدائل (أ ، ب ، جـ) يجب أن نتذكر بأن لحظة الصفر لكل من البديلين (أ، ب) في بداية السنة الثانية أي تاريخ تسديد القسط الثاني من ثمن الآلة، وعلى هذا الأساس يجب مراعاة ذلك في خصم التدفقات النقدية المتوقعة من هذين البديلين لتحديد صافي القيمة الحالية لكل منهما.

أما بالنسبة للبديل (جـ) فحيث أن ثمن الآلة سدد دفعة واحدة في بداية السنة الأولى. لذا تعامل بداية هذه السنة كنقطة الصفر ويتم على أساس ذلك خصم التدفقات النقدية المتوقعة من الآلة (جـ) لتحديد صافي القيمة الحالية المتوقعة منها.

بمطالعة البيانات الواردة في الجدول السابق يلاحظ ما يلي:

١ - أنه مع تساوي القيمة الاسمية للإنفاق الرأسمالي بالنسبة لجميع البدائل (٣٥,٠٠٠)، وكذلك تساوي القيمة الاسمية للإيراد المتوقع منها أيضاً

(٥٠,٠٠٠)، إلا أ ـكل وتوقيت التدفق النقدي المرتبط بكل من هذه البدائل ع النسبة للبديلين الآخرين، قد أثر على صافي القيمة الحا ـوقعة من كل بديل منها تحت معدلي الخصم ١٠%،

٢ - ويلاحظ بأن صاف ـالية للبديل (ب) هي الأكبر تحت أي من معدلي الخصم. ف ـخصم ١٠% فإن ٥١٩٩ > ٤٩٠٢ > ٣٤٠٢ . وحسـ ـخصم ١٨% فإن (٧٥٠) > (٧٩٣) > (٣٤٩٣).

مما يمكن اعتبار بأن البديل (ب) هو الأكثر جدوى من بين البدائل الثلاثة، و (TRR لهذا البديل يتوقع أن يكون الأكبر أيضاً.

٣ - كما يلاحظ أيضاً ـقع معدل الخصم أو سعر الفائدة (ف)، كلما صغر صافي ـية (ص)، وهذا يؤكد ما ذكرناه سابقاً حول تحديد قيمة (RR الخصم الذي ستكون عنده (ص = صفر). بمعنى أ ـي من البدائل الثلاثة سيقع في نقطة ما بين معدلي الخصم .

٤ - وباستخدام أسلوب ـاسبي على نفس النهج المطبق في المثال السابق تحدد قيم (ع) لتكون بالنسبة لكل من البدائل الثلاثة كما يلي:

ع أ = ١٣,٩٥

ع ب = ١٧%

ع ج = ١٦,٨

الخطوة الثالثة: تحديد معدل تكلفة رأس المال المستثمر

يقصد بتكلفة رأس المال المستثمر، معدل الفائدة التي تدفعها المنشأة في الحصول على الأموال اللازمة للإنفاق الرأسمالي. وتحديد تكلفة رأس المال المستثمر يعتبر عاملاً هاماً في تقرير قبول أو رفض مشروع رأسمالي معين. ذلك لأنه من غير المعقول أن توظف إدارة المنشأة الأموال المتاحة لها في مشروع استثماري يحقق عائداً يقل عن تكلفة رأس المال المستثمر فيه.

عموماً بشأن تحديد تكلفة رأس المال المستثمر، لا بد من أخذ ما يلي في الحسبان:

١ - أن يؤخذ في عين الاعتبار متوسط تكلفة رأس المال بالنسبة للمنشأة جميعها كوحدة ومن مصادر التمويل المختلفة، وليس تكلفة الأموال اللازمة لكل مشروع من مشروعاتها الرأسمالية على حدة. فمن الصعب عملياً تحديد مصدر معين من مصادر التمويل لكل مشروع رأسمالي على حدة، لأن إدارة المنشأة تسعى عادة للحصول على احتياجاتها من الأموال من مصادر تمويلية مختلفة، لتقوم بعد ذلك بتوظيفها في مجالات استثمارية مختلفة دون أن تخصص مصدراً معيناً من مصادر التمويل لكل مشروع منها على حدة. فيما عدا حالات استثنائية يكون المشروع الرأسمالي قيد الدراسة من النوع الذي لا يتكرر وبالتالي يمكن حينئذ تحديد مصادر تمويله بالتخصيص.

٢ - أن لا تؤخذ في الحسبان فقط التكلفة الجارية لراس المال المستثمر في تاريخ دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الرأسمالي، بل أيضاً التكلفة المحتملة للاستثمار المبدئي في تاريخ تنفيذ المشروع، بالإضافة إلى التكلفة المحتملة للزيادة المتوقعة في رأس المال العامل اللازمة للمشروع.

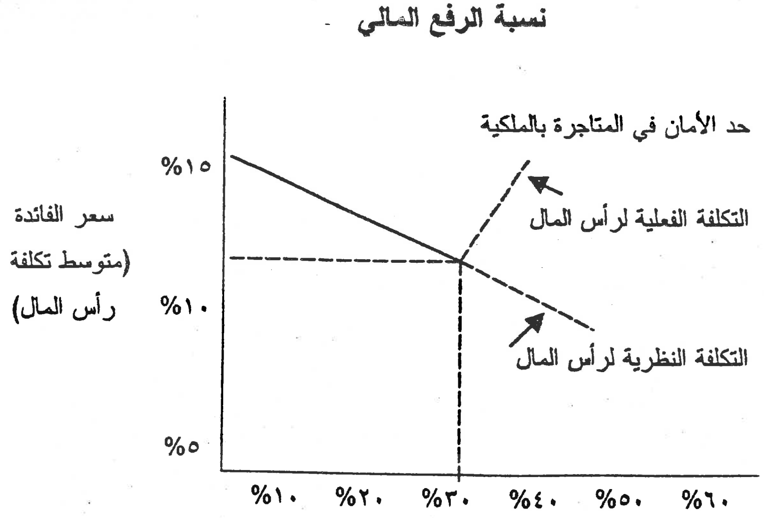
٣ - بعد تحديد متوسط تكلفة رأس المال المستثمر، لا بد من إضافة هامش معين لمتوسط التكلفة المحدد وذلك لمقابلة حالة عدم التأكد المحيطة بعملية تقدير هذا المتوسط.

ولعل من أهم العوامل تأثيراً على متوسط تكلفة رأس المال المستثمر ما يعرف بنسبة الرفع المالي Financial Leverage والتي تساوي:

جملة المطلوبات (الديون) / جملة حقوق المساهمين.

وتمثل الديون جميع الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الغير سواء في شكل قروض أو سندات، أو في شكل تسهيلات ائتمانية قصيرة أو طويلة الأجل. بينما يقصد بحقوق المساهمين ذلك الجزء من رأس المال المستثمر الذي تحصل عليه المنشأة من الملاك سواء في صورة أسهم عادية أو ممتازة، أو إحتياطيات أو أرباح مجمعة أو محتجزة.

ومن وجهة عامة يمكن القول بأن متوسط تكلفة رأس المال الذي مصدره الغير، يكون في معظم الأحيان أقل من متوسط تكلفة رأس المال الذي مصدره الملاك. لذا يفترض بإدارة المنشأة استغلال هذه الميزة في تخفيض متوسط تكلفة رأس المال المستثمر وذلك باتباع ما يعرف بأسلوب المتاجرة بالملكية Trading on the equity والذي يقضي بإحلال الموارد الخارجية للأموال محل أموال الملاك وذلك إلى حد معين هو نسبة الرفع المالي المشار إليها أعلاه. فإذا ما تجاوزت الإدارة هذا الحد (والذي يختلف بين صناعة وأخرى) في تخطيط هيكل رأس المال فإن عامل المخاطرة سيرتفع سواء من وجهة نظر الملاك، أم من وجهة نظر المقترضين مما سيؤثر على متوسط تكلفة الأموال. والشكل البياني التالي رقم (٩-٢) يوضح هذا المضمون:



شكل رقم (٩-٢)

يبين الشكل البياني أعلاه بأن إدارة المنشأة قدرت أن متوسط تكلفة رأس المال ستكون على مدار الخمس سنوات المقبلة في حدود ١٥% على الأموال التي يوفرها المساهمون، ٥% على الأموال المقترضة من الغير. عليه ومن ناحية نظرية بحتة يكون من صالح المنشأة لو حصلت على جميع رأسمالها المستثمر من الغير. لكن من الناحية الواقعية فإن حرية الإدارة في اتباع هذه السياسة التمويلية ليست مطلقة، بل يحددها عاملان هما:

١ - عامل ندرة الأموال الذي يجعل عرض الأموال الخارجية محدوداً.

٢ - عامل المخاطرة والذي يتزايد مع تزايد نسبة الرفع المالي. لأن تجاوز هذه النسبة للحد المعقول أو المتعارف عليه سيخفض من هامش الأمان إلى حد يحرص الملاك والمقرضون معاً على توفره كل من زاويته الخاصة. وعلى هذا الأساس نلاحظ من الشكل البياني آنف الذكر بأن

تجاوز نسبة الرفع المالي حد الأمان وهو لهذه المنشأة ٣٠% أدى إلى اتجاه تكلفة رأس المال إلى الارتفاع بعد أن كانت هابطة.

كما أن هناك حدوداً لحرية الإدارة في الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، كذلك توجد حدود على حريتها في استخدام أموال الملاك في تمويل أنشطة المشروع. فالأرباح المحتجزة مثلاً وهي من حقوق الملاك كثيراً ما تعتمد عليها الإدارة في تمويل أوجه استثماراتها المختلفة. لكن من حق الملاك على الإدارة أيضاً أن تحرص الأخيرة على عدم استثمار هذه الأرباح في مشروعات رأسمالية لا يتوقع منها تحقيق عائد يساوي على الأقل العائد المتوقع منها فيما لو استثمرها الملاك خارج المنشأة.

بناء لما سبق يجدر بالإدارة أن تسعى إلى تخطيط هيكل تمويل المنشأة بشكل يحقق لها نوعاً من الموازنة بين كل من عنصر تكلفة رأس المال في جانب، والمخاطرة في جانب آخر وبطريقة تضمن لها تخفيض متوسط أو معدل تكلفة رأس المال المستثمر إلى أدنى حد ممكن، كما في الجدول التالي:

جدول رقم (٩-٦)

تحديد متوسط التكلفة المرجح لرأس المال المستثمر

مصدر الأموال	هيكل التمويل		سعر الفائدة		السعر المرجح للفائدة
الغير	٠,٣٠	×	%٥	=	% ١,٥
الملاك	٠,٧٠	×	%١٥	=	% ١٠,٥
متوسط التكلفة المرجح لرأس المال المستثمر				=	% ١٢

الخطوة الرابعة: وزن حالة عدم التأكد

بعد أن يتم احتساب كل من معدل العائد الداخلي على الاستثمار (IRR)، متوسط أو معدل تكلفة رأس المال المستثمر بالنسبة لكل من المشروعات الرأسمالية المتنافسة، من المستحسن قبل الشروع في المفاضلة بين هذه المشروعات تمهيداً لاختيار البديل الأفضل منها، أن توزن حالة عدم التأكد Uncertainty المحيطة بالفروض التي بنيت عليها عملية التنبؤ وذلك فيما يتعلق بالعاملين الرئيسين: معدل أو متوسط تكلفة رأس المال، ومعدل العائد الداخلي للاستثمار.

في هذا الصدد يمكن الاستفادة من نظرية الاحتمالات والتوزيعات الاحتمالية وذلك على النحو التالي:

بخصوص متوسط تكلفة رأس المال.

يمكن لإدارة التمويل في المنشأة استخدام بعض المؤشرات كأسعار الفائدة الجارية منها، والتاريخية، والظروف الاقتصادية ...الخ وذلك في اشتقاق توزيع احتمالي لمتوسط تكلفة رأس المال كما هو في الجدول التالي:

جدول رقم (٩-٧)

التوزيع الاحتمالي لمتوسط تكلفة رأس المال المستثمر

متوسط التكلفة ت	درجة الاحتمال ح	متوسط التكلفة الاحتمالي المرجح (ت × ح)
%٨	٠,١٠	%٠,٨
%١٠	٠,٤٠	%٤,٠
%١٢	%٠,٢٥	%٣,٠
%١٣	٠,١٥	%١,٩٥
%١٥	٠,١٠	%١,٥
	١,٠	%١١,٢٥

من البيانات أعلاه يتبين لنا أن متوسط التكلفة المرجح لرأس المال المستثمر هو ١١,٢٥% ، ١٢% تقريباً.

(ب) بخصوص (IRR).

يمكن أيضاً استخدام التوزيعات الاحتمالية في تحسين أساليب قياس (IRR) وذلك بقصد تقليص عنصر المخاطرة المرافقة لعملية التنبؤ بالتدفق النقدي الخارج والداخل بالنسبة للمشروع الرأسمالي. إذ عن طريق تقييم العوامل المحددة لكل من التكلفة التفاضلية للمشروع وإيراده التفاضلي، يمكن اشتقاق توزيع احتمالي يوضح درجة احتمال تحقق معدلات مختلفة للعائد على الاستثمار. ومن خلال ذلك يتم التوصل إلى تحديد معدل العائد الاحتمالي المرجح بالنسبة لكل مشروع من المشروعات الرأسمالية المتنافسة وذلك كما في الجدول التالي:

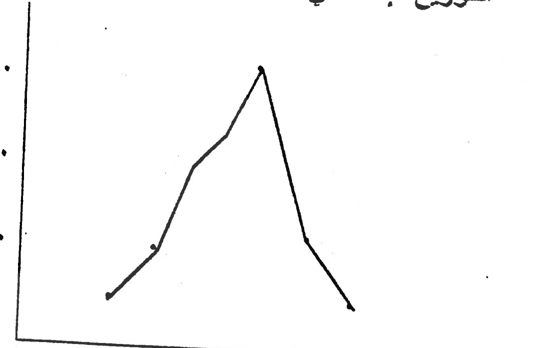
جدول رقم (٩-٨)

التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد الداخلي على الاستثمار

معدل العائد ع	درجة الاحتمال ح	معدل العائد المرجح (ع × ح)
%٣	٠,٠٥	%٠,١٥
%٦	٠,١٠	%٠,٦
%٩	٠,١٨	%١,٦٢
%١٢	٠,٢٠	%٢,٤
%١٥	٠,٣٠	%٤,٥٠
%١٨	٠,١٢	%٢,١٦
%٢١	٠,٠٥	%١,٠٥
	١,٠	%١٢,٤٨

من الإيضاح أعلاه يظهر لنا بأن معدل العائد الداخلي المتوقع للاستثمار هو في حدود ١٢,٥% . هذا ويمكن التعبير عن التوزيع الاحتمالي الموضح أعلاه لهذا المعدل في صورة بيانية كما في الشكل التالي رقم (٩-٤).

التوزيع الإحتمالي لمعدل العائد على الاستثمار



شكل رقم (٩-٣)

كما يمكن إخراج النتائج المبينة في التوزيع لاحتمالي أعلاه لمعدل العائد الداخلي على الاستثمار (ع) بشكل أفضل وذلك في صورة قائمة احتمالات مجمعة أو متراكمة على النحو التالي:

جدول رقم (٩-٩)

قائمة الاحتمالات المجمعة لمعدل العائد الداخلي على الاستثمار

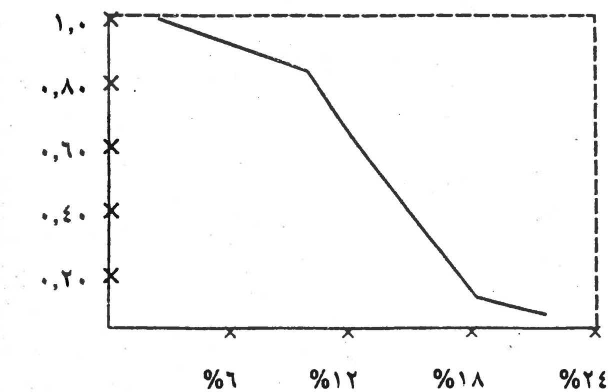
ح	ع	ح
%١	%٣	٠,٠٥
٠,٩٥	%٦	٠,١٠
٠,٨٥	%٩	٠,١٨
٠,٦٧	%١٢	٠,٢٠
٠,٤٧	%١٥	٠,٣٠
٠,١٧	%١٨	٠,١٢
٠,٠٥	%٢١	٠,٠٥

فالجدول رقم (٩-٩) يوفر لمتخذ القرار الاستثماري حول معدل العائد الداخلي المتوقع للاستثمار (ع) معلومات أكثر جدوى من تلك التي يوفرها الجدول رقم (٩-٨). والتوزيع الاحتمالي الذي بني عليه والممثل بالشكل

البياني رقم (٩-٣). إذ يمكن لمتخذ القرار مثلاً أن يعرف أن المشروع الاستثماري قيد الدراسة سيدر عائداً على الاستثمار لا يقل عن ٦% بدرجة احتمال مرتفعة قدرها ٠,٩٥ وبأن هناك احتمالاً بدرجة ٠,٤٧ بأن لا يقل هذا العائد عن ١٥%، لكن احتمال ارتفاع هذا العائد إلى ٢١% ضعيف جداً وبدرجة لا تزيد ٠,٠٥ .

ويمكن تصوير قائمة الاحتمالات المجمعة أعلاه في شكل بياني على النحو التالي:

قائمة الاحتمالات المجمعة للعائد الداخلي على الاستثمار



(ع)

شكل رقم (٩-٤)

* **الخطوة الخامسة: ترتيب المشروعات الرأسمالية المتنافسة.**

بعد احتساب معدل العائد الداخلي المتوقع لكل مشروع من المشروعات الرأسمالية المتنافسة وكذلك معدل تكلفة رأس المال المستثمر في كل منها، تأتي الخطوة الأخيرة والمتمثلة في عملية المفاضلة بينها ألا وهي ترتيب تلك المشروعات تنازلياً حسب جدواها الاقتصادية وذلك تمهيداً لاختيار البديل الأفضل منها.

وتتم عملية المفاضلة بين هذه المشروعات على النحو التالي:

١ - يقارن معدل العائد الداخلي المتوقع (ع) ، بمتوسط التكلفة المرجح لرأسمال المستثمر بالنسبة لكل من البدائل المتنافسة. وعلى ضوء هذه المقارنة:

أ - يقبل مبدئيا أي بديل منها حيث ع > ت .

ب - ويرفض نهائياً أي بديل منها حيث ع < ت .

٢ - بعد ذلك ترتب البدائل أو المشروعات المقبولة مبدئياً ترتيباً تنازلياً حسب جدواها الاقتصادية ممثلة بالعائد (ع) المتوقع من كل منها، وذلك تمهيداً لاختيار البدائل المناسبة منها، واستبعاد البدائل غير المناسبة، فمجرد اجتياز البديل الاستثماري لاختبار الجدوى وقبوله مبدئياً، لا يعني بالضرورة كونه مناسباً للمنشأة. لأن اعتبار المناسبة أو الملاءمة Relevance بالنسبة للمشروعات أو البدائل الاستثمارية المتنافسة لا يتوقف فقط على عامل جدواه Feasibility الاقتصادية، بل يتوقف أيضاً على عامل آخر هو مدى توفر الأموال اللازمة لتنفيذه.

٣ - بعد ذلك وفي ضوء الإمكانات المالية للمنشأة يعاد تقييم البدائل المقبولة مبدئياً ليتم من بينها اختيار البديل المناسب أو البدائل المناسبة حسب الظروف.

عموماً وبقصد توضيح مدلول ما سبق نسوق المثال التالي:

نفترض أن منشأة ما كانت بصدد دراسة الجدوى الاقتصادية لخمسة مشروعات رأسمالية توفرت عنها المعلومات التالية:

أ . المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (ت) = ١٠%

ب . الإنفاق الرأسمالي المطلوب للمشروعات الخمسة كان على الترتيب: ١٠,٠٠٠ ، ٣٠,٠٠٠ ، ٥٠,٠٠٠٠ ، ٣٠,٠٠٠ ، ٤٠,٠٠٠٠ تدفع جميعها في بداية المشروع.

ج . معدل العائد الداخلي (ع) المتوقع من كل من المشروعات الخمسة كان على التوالي:

١٢% ، ١٠% ، ١٥% ، ٢٠% ، ٨% .

د . قيمة الموارد المتاحة للمنشأة ٧٠,٠٠٠ ديناراً فقط.

يتم اختيار البديل الأفضل من بين هذه البدائل المتنافسة على النحو التالي:

١ - يتم اختيار عنصر الجدوى الاقتصادية لكل منها في ضوء مقارنة (ع) المتوقع من كل منها مع (ت). وعلى ضوء هذه المقارنة يتم منذ البداية استبعاد البديل رقم (٥) حيث (٨% > ١٠%).

٢ - بعد ذلك يتم اختيار عنصر الملاءمة (المناسبة) للبدائل المقبولة مبدئياً وهي البدائل الأربعة الأولى التي اجتازت اختبار الجدوى.

ذلك يتطلب في البداية ترتيب تلك البدائل تنازلياً حسب (ع)، ثم بعد ذلك اختبار مدى ملاءمة كل منها وفقاً لمدى قدرة المنشأة حسب إمكانياتها المالية المتاحة على تنفيذ أي منها. ويمكن إنجاز هذه الخطوة كما في الجدول التالي:

جدول رقم (٩-١٠)

اختيار البديل الاستثماري الأنسب

رقم البديل	ع%	ت%	اختبار الجدوى	الترتيب حسب الجدوى	قيمة الإنفاق الرأسمالي	اختبار الملاءمة	القرار
١	١٢	١٠	✓	٣	١٠٠٠٠	✓	٢
٢	١٠	١٠	✓	٤	٣٠٠٠٠	✓	٣
٣	١٥	١٠	✓	٢	٥٠٠٠٠	X	
٤	٢٠	١٠	✓	١	٣٠٠٠٠	✓	١

من الجدول أعلاه يتبين لنا أنه مع أن البديل رقم (٣) قد اجتاز اختبار الجدوى الاقتصادية، إلا أنه لم يجتز اختبار الملاءمة وبالتالي استبعد من عملية

اتخاذ القرار . والسبب في ذلك هو أن اختيار البديل رقم (٤) باعتباره يحتل المركز الأول من حيث الجدوى سيكلف المنشأة مبلغ ٣٠,٠٠٠ دينار تاركاً فقط ٤٠,٠٠٠ دينار من الأموال المتاحة للمنشأة. لكن نظراً لأن الإنفاق الرأسمالي المطلوب للبديل رقم (٣) (وهو التالي في ترتيب الجدوى) وهو ٤٠,٠٠٠ دينار. لذا لا يمكن اختياره وبالتالي يجب استبعاده.

لكن الأمر كان سيختلف بالطبع لو كانت الأموال المتوفرة للمنشأة تزيد عن ٧٠,٠٠٠ دينار (٩٠,٠٠٠ مثلاً).. ففي مثل هذه الحالة سيكون مصلحة المنشأة اختيار البدائل (٤ ، ٣ ، ١) على التوالي.

أما لو توفر للمنشأة ١٢٠,٠٠٠ دينار فيمكن لها حينئذ استثمارها في المشروعات الرأسمالية الأربعة.

ب - استخدام (IRR) في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الرأسمالية المتعارضة.

لدى استخدام (IRR) في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات الرأسمالية المتعارضة، تظهر مشاكل ومحددات لم تظهر لدى استخدامه في تقييم جدوى المشروعات الرأسمالية المتنافسة. إذ حتى يصبح (IRR) أداة صالحة للمقارنة بين الجدوى الاقتصادية لمشروعين رأسماليين متعارضين، لا بد من توفر شرطين هما:

١ - أن يكون المشروعان المتعارضان متساويين في قيمة الاستثمار المبدئي أو الإنفاق الرأسمالي لكل منهما.

٢ - وأن يكون المشروعان أيضاً متساويين في العمر الإنتاجي.

(أ) معالجة مشكلة الفرق في الإنفاق الرأسمالي بين المشروعات الاستثمارية المتعارضة:

عند تواجد مثل هذا الفرق تتم معالجته على النحو التالي:

إذا كان المشروع ذو معدل العائد الأعلى هو من يحتاج إلى إنفاق رأسمالي أكبر، لا تنشأ مشكلة في هذه الحالة، حيث سيكون قرار الاستثمار هنا حتماً في صالح مثل هكذا مشروع على أساس أن المنشأة باتخاذ قرارها بالاستثمار فيه تكون قد ضمنت (وبشرط توفر الموارد المالية اللازمة) استثمار أكبر قدر من أموالها المتاحة في الفرصة الاستثمارية التي تعدها بمعدل أعلى على الاستثمار.

فمثلاً لو كانت الإدارة بصدد المفاضلة بين مشروعين رأسماليين متعارضين توفرت عنهما المعلومات التالية:

الأول: يتطلب إنفاقاً رأسمالياً قدره ١٠٠,٠٠٠ دينار ، (ع) المتوقع منه على مدار حياته الإنتاجية المتوقعة وهي ٥ سنوات يساوي ٢٦%.

والثاني: يتطلب إنفاقاً رأسمالياً قدره ٤٠,٠٠٠ دينار، (ع) المتوقع منه ٢٠% على مدار عمره الإنتاجي المتوقع وهو ٥ سنوات أيضاً.

في هذه الحالة وعلى فرض توفر الموارد المالية الكافية سيكون قرار الاستثمار حتماً في صالح المشروع الأول .. وبالتالي يرفض المشروع الثاني. لكن الأمر سيختلف لو انعكست الآية وكان ($ع_{١}$) للمشروع الأول هو الأصغر.

فمثلاً لو كان $ع_{١}$ = ٢٠% ، $ع_{٢}$ = ٢٦% . هل يمكن حينئذ الاحتكام إلى (ع) مباشرة ومن ثم تفضيل المشروع الثاني ... ؟

في الحقيقة ستتوقف الإجابة على التساؤل المطروح أعلاه على عنصر جديد سيدخل في عملية المفاضلة، وهذا العنصر هو قيمة (ع) المتوقع من استثمار الفرق بين الإنفاق الرأسمالي لكل من المشروعين وهو في مثالنا هنا ٦٠,٠٠٠ دينار. من هنا سيكون متخذ القرار في حالة كهذه بحاجة إلى نقطة قطع Cut – off point لقيمة (ع) هذا والتي سيحتكم

إليها في اتخاذ القرار. وللوصول إلى نقطة القطع هذه سيحتاج الأمر إلى إجراء نوع من التحليل المالي لتحديد النقطة التي سيتعادل عندها الإيراد المتوقع من استثمار مبلغ ١٠٠,٠٠٠ دينار متوفرة لدى المنشأة تحت أي من البديلين. ولدى القيام بهذا التحليل ستجد إدارة المنشأة بأنه عندما يكون ($ع^{-}_{٣}$) المتوقع من استثمار ذلك الفرق وهو ٦٠,٠٠٠ كما أسلفنا مساوياً ١٦% ، فإنها ستكون حرة في اختيار أي من البديلين. لكن الإدارة ستفقد حريتها هذه في الأحوال التي ستتخطى فيها قيمة ($ع_{٣}$) نقطة القطع المحددة أعلاه وهي ١٦%(*) أكبر من ١٦% صعوداً أو هبوطاً. فإذا كان ($ع_{٣}$) مثلاً أكبر من ١٦% وليكن ١٧% مثلاً فسيكون قرار التفضيل في صالح المشروع (الثاني)، أما إذا كان ($ع_{٣}$) أقل من ١٦% وليكن ١٥% مثلاً، فسيكون قرار التفضيل حينئذ في صالح المشروع (الأول).

ويمكن التدليل على صحة ما سبق من خلال المعادلات التالية والتي تحدد الإيراد السنوي المتوقع من كل مشروع من المشروعين المتعارضين في الثلاث المشار إليها:

الحالة الأولى : $ع_{٣}$ = ١٦% .

.. (٠,٢٦ × ٤٠,٠٠٠) + (٠,١٦ × ٦٠,٠٠٠) = (٠,٢٠ × ١٠٠,٠٠٠)

الحالة الثانية : $ع_{٣}$ > ١٦%

.. (٠,٢٦ × ٤٠,٠٠٠) + (٠,١٧ × ٦٠,٠٠٠) = (٠,٢٠ × ١٠٠,٠٠٠)

الحالة الثالثة : $ع_{٣}$ < ١٦% .

.. (٠,٢٦ × ٤٠,٠٠٠) + (٠,١٥ × ٦٠,٠٠٠) = (٠,٢٠ × ١٠٠,٠٠٠)

(*) حددت نقطة القطع ١٦% من خلال المعادلة التالية:

(٠,٢٦ × ٤٠,٠٠٠) + ٦٠٠٠٠ × ؟ = ١٠٠٠٠ × ٠,٢٠

(٢) **معالجة الفرق في العمر الإنتاجي للمشروع الاستثماري الرأسمالي المتعارض.**

حتى يمكن الاحتكام إلى العائد الداخلي على الاستثمار (ع) في المفاضلة بين مشروعين رأسماليين متعارضين يشترط أن يكون عمراهما الإنتاجيان متساويين، وأهمية هذا الشرط ترتبط بطبيعة العائد الداخلي على الاستثمار. فهو مفهوم يقوم على فرض أساسي هو أن المتحصلات النقدية المتوقعة من المشروع الرأسمالي في نهاية كل عام من عمره الإنتاجي سيعاد استثمارها وبمعدل عائد يساوي معدل العائد الداخلي على الاستثمار الأصلي.

وعلى هذا الأساس فإن اختلاف العمر الإنتاجي للبديلين الاستثماريين المتعارضين، سيؤثر بفعل عامل القيمة الزمنية للنقود على القيمة الحالية للمتحصلات النقدية المتوقعة (الإيرادات) منهما.

لذا بالرجوع لمثالنا السابق لو فرضنا أن لدى إدارة المنشأة نفس المشروعين المتعارضين.

الأول: الإنفاق الرأسمالي المطلوب ١٠٠,٠٠٠ دينار. ومتحصلاته النقدية المتوقعة تتمثل في دفعة واحدة مقدارها ١٥٠,٠٠٠ دينار تتحقق في نهاية السنة الأولى فقط.

الثاني: الإنفاق الرأسمالي المطلوب ٤٠,٠٠٠ دينار ومتحصلاته النقدية المتوقعة تتمثل في دفعة سنوية متساوية مقدارها ٥٤,٠٠٠ دينار ولمدة ٦ سنوات متتالية.

هنا لو قمنا باحتساب (ع١ ، ع٢) لكل من البلدين لوجدناهما متساويين وفي حدود ٥٠% فهل أن تساويهما يعني بأن الجدوى الاقتصادية للمشروعين متساوية أيضاً؟

في الحقيقة تتوقف الإجابة على التساؤل السابق على الفرص المتاحة أمام إدارة المنشأة لإعادة استثمار المتحصلات النقدية من المشروع الأول وهي ١٥٠,٠٠٠ دينار ولمدة ٤ سنوات متتالية والممثلة للفرق بين العمر الإنتاجي للمشروعين. فإذا توفرت الفرصة لإعادة استثمار هذا المبلغ بمعدل عائد يزيد عن ٥٠% يكون قرار التفضيل حينئذ لصالح المشروع الأول. أما إذا كان العائد الداخلي المتوقع من استثمار هذا المبلغ يقل عن ٥٠% ، فحينئذ سيكون قرار التفضيل لصالح المشروع الثاني.

رابعاً : أثر التضخم على قرارات الاستثمار طويلة الأجل:

يتعرض الاقتصاد في معظم الدول لموجة تضخمية يترتب عليها ارتفاع في المستوى العام للأسعار، تنعكس آثاره سلباً على القوة الشرائية لوحدة النقد Purchasing power of the Monetary Unit . ومع أن معدلات التضخم تتفاوت بين دولة وأخرى على مستوى العالم، إلا أن الدول النامية هي بشكل عام الأكثر معاناة في هذا المجال، إذ تصل معدلات التضخم أحياناً في البعض منها (دول أمريكا اللاتينية مثلاً) إلى ٣٠٠% أو حتى ٤٠٠% .

في مثل هذه الظروف تتعرض الاستثمارات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت أكثر من غيرها لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد. لأنه بحكم اتساع الأفق الزمني لهذه الاستثمارات ممثلاً بالفترة الزمنية التي تفصل بين تاريخ الإنفاق الاستثماري من جهة، وتاريخ استحقاق هذه الاستثمارات من جهة أخرى. لا يتعرض المستثمر فيها لاحتمال تناقص القيمة الحقيقية للأصل المستثمر، بل لاحتمال تناقص معدل العائد على الاستثمار أيضاً بفعل تصاعد معدلات التضخم. ذلك لأن المقياس الذي ستقاس به قيم التدفق النقدي المتوقع من

الأداة الاستثمارية من هذا النوع وهو **"وحدة النقد"** يفقد في فترات التضخم السمة الأساسية الواجب توفرها في كل مقياس ألا وهي سمة الثبات Stability. وبدون توفر هذه السمة تنتفي موضوعية ومصداقية نتائج عملية القياس التي يحكمها هذا المقياس.

إزاء هذا الخلل فإن المدخل التقليدي القائم على قياس معدل العائد على الاستثمار بموجب مؤشرات مشتقة من بيانات محاسبية معدة وفقاً لمبدأ التكلفة التاريخية Historical Cost وبموجب فرضية ثبات وحدة النقد، سيؤدي حتماً إلى نتائج مضللة في تقييم جدوى الاستثمارات عموماً، والاستثمارات طويلة الأجل منها على وجه الخصوص. وعلى هذا الأساس يتزايد مؤيدو الرأي الداعي إلى إدخال معدل التضخم كمتغير أساسي في بناء النماذج المستخدمة في تقييم هذه الجدوى. وبقصد إيضاح المزايا التي تترتب على هذا الإجراء، سنعرض المتطلبات اللازمة لتعديل نموذجين منها هما:

أ - النموذج الخاص باشتقاق معدل العائد على الاستثمار.

ب - النموذج الخاص باشتقاق صافي القيمة الحالية.

- **تعديل معدل العائد على الاستثمار في فترات التضخم.**

لتنقية معدل العائد على الاستثمار من أثر التضخم، يقتضي الأمر الربط بين ثلاثة متغيرات أساسية هي:

١ - **العائد الاسمي على الاستثمار Nominal rate of return.**

ويتمثل عادة في التدفق النقدي السنوي (الدخل السنوي) المحقق من أداة الاستثمار منسوباً لرأس المال المستثمر.

٢ - **معدل التضخم Inflation Rate**

ويتمثل بمعدل الزيادة السنوية في المستوى العام للأسعار أو معدل الانخفاض السنوي في القوة الشرائية لوحدة النقد.

- **معدل العائد الحقيقي على الاستثمار Real Rate of Return**

ويتمثل بالعائد الفعلي المحقق من الاستثمار وذلك بعد تنقية العائد الاسمي من أثر التضخم.

ولو رمزنا للعائد الحقيقي على الاستثمار بالرمز (r) ، وللعائد الاسمي على الاستثمار بالرمز (r^-) ولمعدل التضخم السنوي بالرمز (p) فإن:

$$(1) \quad r^- = r + P + r p$$

أو بصورة أخرى للنموذج:

$$(2) \quad r = \frac{r^- - p}{1 + p}$$

وبإدخال المعدل الضريبي (T) في النموذج السابق يتخذ الصورة الجديدة التالية والتي تستخدم لقياس معدل العائد الحقيقي على الاستثمار بدلالة المعدل الاسمي.

$$(3) \quad r = \frac{r^-}{1 + P} - \frac{P}{(1+P)(1-T)}$$

لكن لقياس المعدل الاسمي للعائد على الاستثمار المطلوب لتحقيق حد أدنى من العائد الحقيقي على الاستثمار، يمكن تطوير النموذج رقم (٣) ليصبح كما يلي:

$$(4) \quad r^- = r(1+P) + \frac{P}{(1-T)}$$

وبقصد إيضاح كيفية الاستفادة من هذين النموذجين في تقييم جدوى الاستثمارات طويلة الأجل نسوق المثال التالي:

مثال:

دعنا نفترض أن أحد المستثمرين كان بصدد اتخاذ قراره الخاص بشراء سند طويل الأجل بمبلغ ١٠٠٠ دينار، أصدرته شركة بمعدل فائدة سنوي ١٠% أي بكوبون قدره ١٠٠ دينار يدفع في نهاية العام. فإذا كان السند يستحق بعد ٤ سنوات بقيمته الاسمية البالغة ١٠٠٠ دينار.

وبافتراض أن الزيادة المتوقعة في المستوى العام للأسعار على مدار السنوات الأربع التالية بفعل عامل التضخم هي بنسبة ٥% سنوياً. كما أن معدل ضريبة الدخل من السندات ٣٠% .

وكان هذا المستثمر يطمح في الحصول من الاستثمار في السند على عائد صافي بعد الضريبة حده الأدنى ٦% . فهل من مصلحته شراء هذا السند أم لا .... ؟

سيتوقف قراره هنا بالطبع على طبيعة فهمه للتضخم وأثره على معدل العائد على الاستثمار المتوقع من السند. فلو أهمل هذه الآثار مثلاً، واسترشد فقط بمعدل العائد الظاهري ممثلاً هنا بما يعرف بالريع أو المردود الإسمي للسند Nominal Bond Yield والذي يعادل ١٠٠/١٠٠٠ = ١٠% ، فإن قراره سيكون حتماً هو شراء السند. ذلك على أساس أن العائد الصافي بعد الضريبة وهو ٧% أكبر من الحد الأدنى الذي يرغب فيه وهو ٦% .

١٠% (١ – ٠,٣) > ٦%

في حين أنه لو تناول المشكلة كما يجب عليه، وأخذ عامل التضخم بعين الاعتبار فإن قراره كان سيختلف، إذ سيمتنع عن شراء السند.

فباستخدام النموذج رقم (٣):

$$(3)\qquad r = \frac{r-}{1 + P} - \frac{P}{(1+P)\,(1-T)}$$

فإن العائد الحقيقي:

$$r = \frac{٠,١٠}{١,٠٥} - \frac{٠,٠٥}{(١,٠٥)\,(١ - ٠,٣)}$$

= ٠,٠٩٢٥ – ٠,٠٦٨٠

= ٠,٠٢٤٥ = ٢,٤٥%

وبعد أخذ الاستقطاع الضريبي بعين الاعتبار، فإن العائد الصافي السنوي للسند سيساوي:

٠,٠٢٤٥ × ٠,٧ = ٠,٠١٧

= ١,٧%

وبمقارنة العائد الحقيقي المتوقع من السند، مع العائد الهدف فإن

١,٧ > ٦%

وعليه فإن قراره سيكون عدم الشراء.

وبتحليل النتائج أعلاه، يمكن ملاحظة الآثار الجسيمة التي تعكس على معدل العائد الحقيقي على الاستثمار بفعل عامل التضخم. إذ أن معدل تضخم بنسبة ٥% فقط، قد ترتب عليه انخفاض بنسبة ٧٦% في معدل العائد على الاستثمار كما يظهر أدناه:

$$\Delta\ r = \frac{٠,٠٧ - ٠,٠١٧}{٠,٠٧} = ٧٦\%$$

أي أن معدل العائد الحقيقي يساوي فقط ٢٤% من معدل العائد الاسمي (٧/١,٧)، فكيف سيكون عليه الحال لو زاد معدل التضخم السنوي عن ٥% ، حينئذ سيتلاشى بالطبع معدل العائد على الاستثمار ويتحول إلى عائد سالب.

من جانب آخر يمكن استخدام الصورة الأخرى من النموذج والممثلة في الصيغة رقم (٤) وذلك في تحديد العائد الظاهري أو الاسمي الذي سيكفل للمستثمر تحقيق العائد الحقيقي أو الهدف.

فبالرجوع للحالة السابقة تصبح المشكلة على النحو التالي:

ما مقدار الكوبون الذي يجب أن يصدر به السند حتى يضمن المستثمر في ذلك السند تحقيق الحد الأدنى من العائد المستهدف وهو ٦% صافي بعد الضريبة؟

يحدد هذا العائد الاسمي (الكوبون) كما يلي:

$$r^{-} = r(1+P) + \frac{P}{1-T}$$

ويمكن تحوير الصيغة أعلاه إلى الصورة التالية عن طريق الضرب في (1-T) :

$$(1-T)\, r^{-} \overset{(*)}{=} r(1-T)(1+P) + P$$

أي أن :

(١ – ٠,٣) r^{-} = ٠,٠٦ (١,٠٥) + ٠,٠٥

٠,٧ r^{-} = ٠,٠٦٣ + ٠,٠٥

٠,٧ r^{-} = ٠,١١٣

إذن فإن معدل العائد الاسمي r^{-} = $\frac{٠,١١٣}{٠,٧}$ = ٠,١٦١

(*) الكمية r(1-T) تمثل العائد الحقيقي الصافي المستهدف بعد الضريبة وهو هنا ٦%.

لاحظ بأن التحليل أعلاه يوضح بأنه حتى يضمن ذلك المستثمر تحقيق الحد الأدنى من العائد الصافي المطلوب على استثماره في السند، يجب أن يصدر هذا السند بكوبون يعادل ١٦١ ديناراً على الأقل. أي بمعنى آخر، فإن العائد الاسمي للسند يجب أن يكون حوالي ٣ أضعاف العائد الحقيقي المستهدف.

ب - تعديل صافي القيمة الحالية لأداة الاستثمار في فترات التضخم.

يعتبر أسلوب صافي القيمة الحالية أكثر تقدماً من أسلوب العائد المحاسبي على الاستثمار الذي سبقت الإشارة إليه، وذلك في مجال تقييم جدوى الاستثمارات طويلة الأجل. هذا على أساس أنه يراعي توقيت "Timing" التدفق النقدي المتوقع من أداة الاستثمار، وهو عنصر مهم لا يراعيه أسلوب معدل العائد المحاسبي على الاستثمار. بمعنى آخر يأخذ أسلوب صافي القيمة الحالية في عين الاعتبار ما يعرف بعامل القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money ، والذي تطلب خصم التدفقات النقدية المتوقعة من الأداة الاستثمارية بقصد تحديد قيمتها الحالية. بعد ذلك يمكن عن طريق مقارنة القيمة الحالية لهذه التدفقات في (**لحظة الصفر**) مع القيمة الحالية للاتفاق الاستثماري في تلك اللحظة لتحديد صافي القيمة الحالية (NPV) لهذه التدفقات. فإذا كان صافي القيمة الحالية موجباً يكون الاستثمار مجدياً، أما إذا كان صافي القيمة الحالية سالباً، عندها يكون هذا الاستثمار غير مجد.

وفي ظروف تخلو من التضخم، يستخدم النموذج التالي في تحديد القيمة الحالية للتدفق النقدي المتوقع من أداة الاستثمار.

$$(1)\quad V_o = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{(1+r)_t} + \frac{S_t}{(1+r)_t}$$

وذلك حيث:

Vo = القيمة الحالية المخصومة لجملة التدفق النقدي المتوقع من الاستثمار على مدار فترة حيازته وذلك في (لحظة الصفر).

n = عدد سنوات حيازة أداة الاستثمار.

I = الدخل السنوي المتوقع. ويتمثل بالنسبة للحالة قيد الدراسة بالكوبون السنوي للسند.

r = معدل العائد الحقيقي على الاستثمار.

t = ترتيب السنوات حتى (t = 1, 2, 3, ……. n).

S = القيمة المستردة Residual Value للأداة الاستثمارية عند الاستحقاق. وتتمثل هنا بالقيمة المستردة للسند المصدر.

ويمكن أن تعاد صياغة هذا النموذج بصورة أخرى لتصبح كما يلي:

$$(2)\quad V_o = \frac{1}{r^-}\left[1-\{1+(1-T)r^-\}\right]^{-n} + \frac{S_t}{(1+r^-)^n}$$

ويعاب على النموذج السابق أنه يهمل آثار عنصر التضخم على صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي المتوقع من الاستثمار. وهكذا لتلافي هذا العيب، يمكن إعادة صياغته على النحو التالي وذلك بعد أخذ المعدل الضريبي (T) بعين الاعتبار.

$$(3)\quad V_o = (1-T)\sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{[1+(1-T))r^-]^n} + \frac{S_t}{[1+(1-T)r^-]^n}$$

كما يمكن إعادة صياغة النموذج أعلاه بصورة أخرى ليصبح على النحو التالي:

$$(2)\quad V_o = \frac{I}{r^-}\left[1-(1+(1-T)r^-\right]^{-n} + \frac{S_t}{[1+(1-T)r^-]^n}$$

ومدلول النموذج أعلاه هو أن:

ثمن شراء أداة الاستثمار = القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية المتوقعة منه، مضافاً إليها القيمة الحالية المستردة في نهاية فترة الحيازة.

وبتطبيق هذا المفهوم على حالة شراء السند المشار إليه في المثال السابق، فإن على مشتري السند أن لا يدفع ثمناً له مبلغاً يزيد عن جملة التدفقات النقدية المتوقعة منه. أي القيمة الحالية للكوبونات مضافاً إليها القيمة الحالية المستردة لدى حلول أجل الاستحقاق.

بناء لما تقدم يحدد ثمن شراء السند إذا ما أهمل عامل التضخم بموجب النموذج رقم (٢) كما يلي*:

$$V_o = \frac{١٠٠}{٠,٠٨٥٧}\left[١-١ + ٠,٧\ (٠,٠٨٥٧)\right]^{-٤} + \frac{١٠٠٠}{(١,٠٦)^{٤}}$$

= ٢٥٢ + ٧٩٢ = ١٠٣٤ دينار.

وحيث أن:

١٠٣٤ > ١٠٠٠

(*) يمكن حل المثال أيضاً باستخدام جداول القيمة الحالية.

فسيكون القرار بناء على هذه المعطيات هو شراء السند، ذلك على أساس أن صافي القيمة الحالية لجملة التدفق النقدي المتوقع من السند سيكون موجباً.

كما يمكن أيضاً حل المثال السابق في تحديد سعر شراء السند عن طريق استخدام جداول القيمة الحالية وذلك بخصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة منه بمعدل خصم ٨,٥٧% كما يتضح في الجدول التالي:

جدول رقم (٩-١١)

خصم التدفقات النقدية المتوقعة من السند

السند	التدفق النقدي السنوي	معامل الخصم	القيمة الحالية
١	١٠٠	٠,٩١٩	٩١,٩
٢	١٠٠	٠,٨٤٠	٨٤
٣	١٠٠	٠,٧٧١	٧٧,١
٤	١١٠٠	٠,٧١٠	٧٨١
سعر شراء السند			١٠٣٤

لكن لنر ماذا سيكون عليه القرار لو قام المستثمر بمراعاة أثر التضخم على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في السند؟

في هذه الحالة يجب استخدام النموذج رقم (٤) في تحديد ثمن شراء السند كما يلي:

$$V_o = \frac{100}{0.161}\left\{1-\left(1+0.7(0.161)\right)^{-4}\right\} + \frac{1000}{\left\{1+0.7(0.161)\right\}^{4}}$$

$$= \frac{100}{0.161}\left(1-0.65\right) + \frac{1000}{(1.1127)^{4}}$$

= ٢١٧ + ٦٥٢ = ٨٦٧ ديناراً.

ذلك يعني بأن الثمن الذي يمكن للمستثمر أن يدفعه في شراء السند يجب أن لا يتجاوز بأي حال من الأحوال ٨٦٧ ديناراً. وحيث أن سعر إصداره هو ١٠٠٠ . **فيجب على المستثمر الامتناع عن شرائه.** أما إذا أصر على شرائه **فسيكون استثماره فيه خاسراً** وذلك على أساس أن صافي القيمة الحالية للتدفق **النقدي المتوقع منه يكون سالباً.**

أسئلة وتطبيقات الفصل التاسع

١ – ماذا يقصد بالأفق الزمني للاستثمار؟

٢ – لماذا يكون عامل القيمة الزمنية للنقد أكثر أهمية بالنسبة لقرارات الاستثمار طويلة الأجل منه بالنسبة لقرارات الاستثمار قصيرة الأجل؟

٣ – ماذا يقصد بالبنود التي لا يترتب عليها انفاق نقدي؟ أعط أمثلة لهذه البنود.

٤ – ما العيب الرئيسي لأسلوب فترة الاسترداد كأداة لتقييم جدوى الاستثمارات طويلة الأجل؟

٥ – ماذا يقصد بصافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري طويل الأجل؟ ومتى يعتبر المشروع الاستثماري مجدياً حسب هذا الأسلوب؟

٦ – يعتبر معدل العائد الداخلي على الاستثمار (IRR) الأكثر كفاءة من بين أساليب المفاضلة بين الاستثمارات طويلة الأجل. علل ذلك.

٧ – ماذا يقصد بما يلي:

الإيراد التفاضلي، النفقة التفاضلية، نقطة الصفر، نقطة القطع، التكلفة المرجحة لرأس المال المستثمر، الإنفاق الرأسمالي.

٨ – كلما ارتفع معدل الخصم، هل ترتفع أم تنخفض القيمة الحالية للتدفق النقدي؟

٩ – ما العوامل التي تؤثر على القيمة الحالية للتدفق النقدي للمشروع الاستثماري طويل الأجل؟

١٠ – متى يكون البديلان الاستثماريان متنافسين، ومتى يكونان متعارضين؟

١١ – ما نسبة الرفع المالي، وكيف تؤثر هذه النسبة على تكلفة رأس المال المستثمر؟

١٢ – ما الفرق بين جدوى البديل الاستثماري، وملاءمة البديل الاستثماري؟ اشرح ذلك بأمثلة.

١٣ – ما الفرق بن العائد الاسمي على الاستثمار، والعائد الحقيقي على الاستثمار؟

١٤ – فيما يلي التدفق النقدي المتوقع من ثلاثة مشروعات رأسمالية طويلة الأجل.

	السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة
المشروع (أ) (بالآلاف)	--	--	٣٠٠
المشروع (ب) (بالآلاف)	١٠٠	١٠٠	١٠٠
المشروع (جـ)(بالآلاف)	٢٠٠	٥٠	٥٠

المطلوب:

بافتراض تساوي الإنفاق الرأسمالي (المبلغ المستثمر) في كل من المشروعات الثلاثة. أي منها هو الأفضل وفقاً لأسلوب فترة الاسترداد؟

١٥ – اشترت شركة صناعية آلة ودفعت ثمنها نقداً عند استلامها مبلغ ٢٠٢٣٥ ديناراً فإذا كان التدفق النقدي المتوقع منها ٥٠٠٠ دينار في صورة دفعة دورية متساوية وعلى مدار ٥ سنوات متتالية، كما قدرت القيمة البيعية للآلة في نهاية عمرها الانتاجي بمبلغ ٢٠٠٠ دينار. فإذا علمت أن تكلفة الأموال المستخدمة في تمويل شراء الآلة ١٠% .

المطلوب: (مع إهمال الأثر الضريبي)

١ – تحديد صافي القيمة الحالية لمشروع شراء الآلة.

٢ – تحديد العائد الداخلي المتوقع على الاستثمار في الآلة (IRR) .

١٦ – لدى مستثمر ٤٠ ألف دينار تتوفر أمامه فرصتان (س ، ص) لاستثمار هذا المبلغ. فيما يلي بيان بالتدفق النقدي المتوقع من البديلين:

السنة	البديل (س)	البديل (ص)
١	٦٠٠٠	١٥٠٠٠
٢	٨٠٠٠	٢٠٠٠٠
٣	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
٤	٢٠٠٠٠	--
٥	٣٠٠٠٠	--

المطلوب:

أي البديلين هو الأفضل وفقاً لأسلوب فترة الاسترداد؟

١٧ - تدرس شركة جدوى شراء آلة بمبلغ ٥٠ ألف دينار يدفع منها ٢٠ ألف دينار عند استلام الآلة، والباقي وهو ٣٠ ألف دينار بعد سنة. فيما يلي جدول بالتدفق النقدي المتوقع من الآلة على مدار عمرها الإنتاجي للمقدر وهو ٥ سنوات، ولا قيمة بيعية للنفاية.

السنة	التدفق النقدي (بالآلاف)
١	١٠
٢	١٠
٣	١٦
٤	١٨
٥	٢٠

المطلوب:

١ - تحديد صافي القيمة الحالية لمشروع الاستثماري إذا علمت بأن معدل تكلفة رأس المال المستثمر منها ٩%.

٢ - تحديد معدل العائد الداخلي للاستثمار (IRR) بطريقة الاستكمال.

- ترغب شركة في شراء آلة بمبلغ ٢٠ ألف دينار، وقد قدر عمرها الإنتاجي بمدة ٤ سنوات فإذا توقعت الشركة زيادة في المبيعات قدرها ٥٠ ألف دينار، وكذلك زيادة متوقعة في النفقات (بدون الاستهلاك) قدرها ٣٠ ألف دينار. تستهلك الآلة بطريقة القسط الثابت ولا قيمة للنفاية، معدل الضريبة ٤٠%.

لوب:

حدد قيمة التدفق النقدي السنوي المتوقع من الآلة.

- لدى منشأة تجارية شاحنة لنقل البضاعة، فيما يلي معلومات موفرة عنها من آخر ميزانية للمنشأة أعد في ٩٢/١٢/٣١ .

التكلفة التاريخية ٥٠٠٠٠ دينار.

مجمع الاستهلاك ٣٠٠٠٠ دينار.

صافي القيمة الدفترية ٢٠,٠٠٠

تفكر إدارة المنشأة بإحلال السيارة بسيارة جديدة ثمنها ٦٧ ألف دينار. ويقدر عمرها الانتاجي بمدة ٤ سنوات كما تقدر قيمة نفايتها في نهاية عمرها الانتاجي بمبلغ ١٠ آلاف دينار. وتستهلك بطريقة مجموع أرقام السنوات.

هل تنصح الشركة باستبدال السيارة في ضوء المعلومات التالية:

يمكن بيع نفاية السيارة القديمة بمبلغ ٧ آلاف دينار.

استبدالها سيمكن المنشأة من زيادة مبيعاتها على مدار السنوات الأربع التالية كما يلي: ٥٠,٠٠٠ ، ٨٠,٠٠٠ ، ٦٠,٠٠٠ ، ٤٠,٠٠٠

الزيادة المتوقعة في نفقات التشغيل (بدون مصروف الاستهلاك للسيارة الجديدة) كما يلي: ٢٠,٠٠٠ ، ٢٥,٠٠٠ ، ٣٠,٠٠٠ ، ٢٥,٠٠٠

المعدل الضريبي المتوقع على مدار السنوات الأربع ٤٠%.

المطلوب:

١ - ما قيمة الإنفاق الرأسمالي للسيارة الجديدة؟

٢ - صور جدول التدفق النقدي للسيارة الجديدة على مدار السنوات الأربع.

٣ - إذا كانت تكلفة رأس المال المستثمر في المنشأة ١٢% هل تنصح المنشأة باتخاذ قرار الاستبدال أم لا؟

استخدم أسلوب صافي القيمة الحالية.

٢٠ - إذا كان معدل الفائدة الإسمي ٨% ومعدل التضخم السنوي ١٠% ومعدل الضريبة على الدخل ٢٠%، فما معدل الفائدة الحقيقي؟

٢١ - سند قيمته الاسمية ١٠٠٠ دينار صدر بقيمته الإسمية وبمعدل فائدة سنوي ١٢% تدفع في نهاية العام. وكان المعدل الضريبي على الدخل من السندات ٣٠% ويرغب مستثمر في تحقيق عائد صافي على الاستثمار بمعدل ٧% سنوياً، هل تنصحه بشراء السند؟

٢٢ - في السؤال السابق، بافتراض أن معدل التضخم السنوي ٦% ، هل تنصح المستثمر بشراء السند؟

٢٣ - أصدرت إحدى الشركات سنداً طويل الأجل مستحق بعد ٤ سنوات بخصم إصدار. فإذا كانت القيمة الإسمية للسند ١٠٠٠ دينار وسعر الإصدار ٨٥٠ دينار. ومعدل الفائدة السنوي للسند ١٠% تدفع سنويا. فإذا ان المعدل الضريبي ٢٠% وان المستثمر يرغب في تحقيق عائد صافي بعد الضريبة بمعدل ١٢% سنوياً، هل تنصحه بشراء السند؟

٢. - لو ان معدل التضخم المتوقع في السؤال السابق ٥% هل تنصحه بشراء السند؟

الملاحـــــق

١ - قائمة المصطلحات

٢ - جداول القيمة الحالية

قائمة المصطلحات (١)

(A)

المصطلح بالعربية	المصطلح بالانجليزية
شرط التعجيل في سداد الدين	Acceleration clause
أساس الاستحقاق	Accrual basis
التوزيع النشط لأصول المحفظة	Active allocation
نظرية الوكالة	Agency theory
سياسة متوازنة في إدارة المحفظة	Aggressive-Defensive Policy
سياسة مخاطرة في إدارة المحفظة	Aggressive policy
السهم الأذني أو لأمر	An order stock
تقييم	Appreciation
سعر البيع لأذونات الخزانة	Asked price
فروض	Assumptions
(B)	
مستثمر متوازن	Balanced investor
محفظة متوازنة	Balanced portfolio
قبولات مصرفية	Bankers Acceptances
سهم لحامله	Bearer stock
سعر الشراء لأذونات الخزانة	Bid price
القيمة الدفترية	Book value
سندات	Bonds
كوبون السند	Bond coupon
متوسط عمر السند	Bond duration
تصنيف السندات	Bonds rating
ريع السهم	Bond yield (by)
اقتراض	Borrowing
تحليل التعادل	Break – even analysis
السماسرة	Brokers

(C)

المصطلح بالعربية	المصطلح بالانجليزية
سندات قابلة للاستدعاء	Callable bonds
عقد خيار شراء	Call option
سعر استدعاء السند	Call price
علاوة استدعاء	Call premium
أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء	Callable preferred stocks
شرط الاستدعاء للسند	Call provision
موازنات رأسمالية	Capital budgets
أسواق رأس المال	Capital markets
محفظة رأس المال	Capital portfolio
تدفق نقدي	Cash flow
شهادات إيداع	Certificates of deposit
صناديق استثمار مقفلة	Closed end funds
معامل الارتباط	Coeffecient of correlation
أوراق تجارية	Commercial papers
سلع	Commodities
سعر الفائدة المركبة	Compounded rate of interest
مشروعات استثمارية رأسمالية متنافسة	Competing capital proposals
مشروعات استثمارية رأسمالية متعارضة	Conflicting capital proposals
مستثمر متحفظ	Conservative investor
استهلاك	Consumption
سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية	Convertible bonds
أسهم ممتاز قابلة للتحويل إلى أسهم عادة	Convertible preferred stocks
القيمة التحويلية للسند	Conversion value
تكلفة الأموال	Cost of Funds
هيكل التكاليف	Cost structure
التباين المشترك	Covariance

تابع (C)

المصطلح بالإنجليزية	المصطلح بالعربية
Credit risk	مخاطرة الائتمان
Cummulative preferred stocks	أسهم ممتازة مجمعة الأرباح
Current Yield (CY)	الريع الجاري
Cut – off point	نقطة القطع
(D)	
Date of expiration	تاريخ الإنتهاء أو النفاذ
Dealers	وكلاء
Debentures	السندات العادية الصادرة عن الشركات
Debt instruments	أدوات دين
Debt issues	اصدارات دين
Default risks	مخاطر الفشل المالي
Defensive policy	سياسة متحفظة في إدارة المحفظة
Deferred call	استدعاء مؤجل للسند
Differential cost	تكلفة تفاضلية
Differential revenue	إيراد تفاضلي
Dilution	إغراق
Discount rate	معدل الخصم
Discounted cash flow	التدفق النقدي المخصوم
Discretionary order	الأمر الحر أو المطلق
Discounted value	القيمة المخصومة
Diversification	تنويع
Dividends per share (Dps)	توزيعات السهم
Domestic issues	إصدارات أهلية
Drafts	سحوبات بنكية
Duration Index	مؤشر متوسط العمر

(E)

المصطلح بالإنجليزية	المصطلح بالعربية
Eqrings per share (Eps)	عائد السهم
Earning power	القوة الايرادية
Economic cycle	الدورة الاقتصادية
Efficient frontier	الحد الفعّال
Efficient market hypothesis	فرضية السوق المالي الكفؤ
Efficient money market	سوق مالي كفؤ
Eligible	قابلة للخصم
Equity instruments	أدوات ملكية
Equity issues	اصدارات ملكية
Eurobons	سندات دولية
Eurodollars market	سوق اليورودولار
Exchange rate	سعر الصرف
(F)	
Feasibility	جدوى اقتصادية
Feasible portfolios	المحافظ الاستثمارية الممكنة أو المتاحة
Fill or Kill order	أمر فوري
Financial Derivatives	مشتقات مالية
Financial leverage	الرفع المالي
Financial investments	استثمارات مالية
Financial markets	أسواق المال
Financial resources	موارد مالية
Fixed rate	سعر الفائدة الثابت
Flexibility	مرونة
Floating rate	سعر الفائدة المعوّم
Foreign bonds	سندات أجنبية
Foreign currencies	عملات أجنبية
Foreign investments	استثمارات أجنبية
Forward Contracts	عقود أجلة

تابع (F)

المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
Forward exchange price	سعر الصرف المؤجل أو الآجل
Fund custodian	أمين صندوق الاستثمار
Fund manager	مدير صندوق الاستثمار
Future contracts	عقود مستقبلية
(G)	
Gambling	مقامرة
Gold Deposits	ودائع الذهب
Gold swaps	المقايضة أو المبادلة بالذهب
Growth funds	صناديق النمو
Governmental issues	اصدارات حكومية
(H)	
Holding period	فترة الاحتفاظ بأداة الاستثمار
Holding period Return	عائد الاحتفاظ بالسهم أو السند
Hedging	تحوّط
(I)	
Identure	عقد الإصدار
Income	الدخل
Income – capital funds	الصناديق المتوازنة
Income funds	صناديق الدخل
Income portfolio	محفظة الدخل
Indifference chart	خريطة السواء

تابع (I)

المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
Indifference curves	منحنيات السواء
Inflation	تضخم
Inflation premium	علاوة التضخم
Insiders	ظاهرة احتكار المعلومات
Interest rate	معدل (سعر) الفائدة
Intermediaries	الوسطاء
Initial issues	إصدارات أولية
Internal rate of return (IRR)	معدل العائد الداخلي على الاستثمار
International portfolio	محفظة دولية
Investment	استثمار
Investor preference curve	منحنى تفضيل المستثمر
Investment tool	أداة استثمار
(L)	
Lending	إقراض
Limited order	الأمر المحدد
Local investment	استثمارات محلية
Long – term issues	اصدارات طويلة الأجل
Liquidity	سيولة
(M)	
Macro economics	الاقتصاد الكلي
Major mix decision	قرار المزج الرئيسي لبناء المحفظة
Margin	هامش
Market makers	صانعو الأسواق

تابع (M)

المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
Market order	أمر سوقي
Market risk	المخاطرة السوقية
Maturity	استحقاق
Micro economics	الاقتصاد الجزئي
Money Markets	أسواق النقد
Money risk	المخاطرة النقدية
Mortgages	سندات عقارية
(N)	
Naïve investor	المستثمر الساذج
Net assets value	قيمة صافي الأصول
Net present value (NPV)	صافي القيمة الحالية
Nominal rate of interest	سعر الفائدة الاسمي
Nominal stock	سهم أسهمي
Nominal value	القيمة الاسمية
Nominal yield (NY)	الريع الاسمي
(O)	
Operating leverage	الرفع التشغيلي
Optimum portfolio	صناديق الاستثمار المفتوحة
Option contracts	عقود الخيارات
Optimum portfolio	المحفظة الاستثمارية المثلى
Ordinary risk	مخاطرة عادية
Ordinary stocks	أسهم عادية
Outstanding shares	الأسهم المملوكة للشركة بتاريخ الميزانية

(P)

المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
Pay back period	فترة الاسترداد
Participating preferred stocks	أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح
Portfolio manager	مدير المحفظة
Portfolio theory	نظرية المحفظة
Preferred stocks	أسهم ممتازة
Premium	علاوة
Present value	القيمة الحالية
Price earnings ratio (PER)	مضاعف سعر السهم
Price volatility	تقلب السعر
Primary market	السوق المالي الأولي
Private placement	إصدار خاص
Professional investor	مستثمر محترف
Profitability	ربحية
Promissory note	سند إذني
Prudent man rule	قاعدة الرجل الحريص
Public offering	إصدار عام
Purchasing power risks	مخاطر تقلب القوة الشرائية لوحدة النقد
Put option	عقد خيار بيع
(R)	
Random walk theory	نظرية المشي العشوائي
Rational investor	مستثمر رشيد
Real estate investment trusts	صناديق الاستثمار العقارية
Real investments	استثمارات حقيقية
Real rate of interest	سعر الفائدة الحقيقي
Relevance	ملاءمة
Resiliency	استجابة

تابع (R)

المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
Return maximization	تعظيم العائد
Return on investment	العائد على الاستثمار
Risk	مخاطرة
Risk – free investment	استثمار عديم المخاطرة
Risk minimization	تخفيض المخاطرة
(S)	
Safety	أمان
Savings	مدخرات
Scarcity	ندرة
Seasonal issues	اصدارات موسمية
Secondary market	السوق المالي الثانوي
Secured Securities	أوراق مالية مضمونة
Segmented markets theory	نظرية القطاعات السوقية
Semi – strong form	المستوى شبه القوى لكفاءة السوق المالي
Serial Bonds	سندات متسلسلة
Share turnover	معدل دوران السهم
Short – term issues	إصدارات قصيرة الأجل
Sight Credit	اعتماد مستندي يسدد بمجرد الاطلاع
Simple rate of interest	سعر الفائدة البسيط
Sinking fund provision	شرط الإطفاء
Size of issue	حجم الإصدار
Specialized funds	صناديق متخصصة
Speculation	مضاربة
Spot exchange price	سعر الصرف الجاري
Standard deviation	الانحراف المعياري

تابع (S)

المصطلح بالانجليزية	المصطلح بالعربية
Stock dividends	توزيعات السهم
Stop order	أمر التوقف
Stock splits	تجزئة السهم
Strong form	المستوى القوي لكفاءة السوق المالي
Swap Contracts	عقود المقايضة (المبادلة)
Systematic risks	مخاطر منتظمة
(T)	
Tap (CDS)	اصدار خاص لشهادات الإيداع المصرفية
Target (ROI)	عائد الاستثمار المستهدف
Time order	أمر توقف
Time value of money	القيمة الزمنية للنقود
Trade – off risk – return	معدل مقايضة المخاطرة بالعائد
Trading on equity	المتاجرة بالملكية
Tranch (CDS)	اصدار عام لشهادات الايداع المصرفية
Treasury bilss	أذونات خزانة
(U)	
Underwriters	متعهدو تغطية الاصدارات
Uncertainty	حالة عدم التأكد
Utility theory	نظرية المنفعة

المصطلح بالانجليزية		المصطلح بالعربية
	(V)	
Variance		تباين
	(W)	
Warrants		تعهدات
Weak form		المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي
Weigted return		العائد المرجح
Working capital		رأس المال العامل
	(Y)	
Yield		ريع
Yield index		مؤشر الريع
Yield per share (YPS)		ريع السهم
Yield to maturity		الريع لحين الاستحقاق
	(Z)	
Zero point		نقطة الصفر

جدول القيمة الحالية لمبلغ 1 دينار يتم استلامه بعد عدد (ن) من السنوات

Present value of 1 JD $= 1/(1+r)^t$

Present Value Table

No. of years	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174	0.9091	0.9009	0.8929	0.8850	0.8772	0.8696	0.8621	0.8547	0.8475	0.8403	0.8333
2	0.9803	0.9612	0.9426	0.9246	0.9070	0.8900	0.8734	0.8573	0.8417	0.8264	0.8116	0.7972	0.7831	0.7695	0.7561	0.7432	0.7305	0.7182	0.7062	0.6944
3	0.9706	0.9423	0.9151	0.8890	0.8638	0.8396	0.8163	0.7938	0.7722	0.7513	0.7312	0.7118	0.6931	0.6750	0.6575	0.6407	0.6244	0.6086	0.5934	0.5787
4	0.9610	0.9238	0.8885	0.8546	0.8227	0.7921	0.7629	0.7350	0.7084	0.6830	0.6587	0.6355	0.6133	0.5921	0.5718	0.5523	0.5337	0.5158	0.4987	0.4823
5	0.9515	0.9057	0.8626	0.8219	0.7835	0.7473	0.7130	0.6806	0.6499	0.6209	0.5935	0.5674	0.5428	0.5194	0.4972	0.4761	0.4561	0.4371	0.4190	0.4019
6	0.9420	0.8880	0.8375	0.7903	0.7462	0.7050	0.6663	0.6302	0.5963	0.5645	0.5346	0.5066	0.4803	0.4556	0.4323	0.4104	0.3898	0.3704	0.3521	0.3349
7	0.9327	0.8706	0.8131	0.7599	0.7107	0.6651	0.6227	0.5835	0.5470	0.5132	0.4817	0.4523	0.4251	0.3996	0.3759	0.3538	0.3332	0.3139	0.2959	0.2791
8	0.9235	0.8535	0.7894	0.7307	0.6768	0.6274	0.5820	0.5403	0.5019	0.4665	0.4339	0.4039	0.3762	0.3506	0.3269	0.3050	0.2848	0.2660	0.2487	0.2326
9	0.9143	0.8368	0.7664	0.7026	0.6446	0.5919	0.5439	0.5002	0.4604	0.4241	0.3909	0.3606	0.3329	0.3075	0.2843	0.2630	0.2434	0.2255	0.2090	0.1938
10	0.9053	0.8203	0.7441	0.6756	0.6139	0.5584	0.5083	0.4632	0.4224	0.3855	0.3522	0.3220	0.2946	0.2697	0.2472	0.2267	0.2080	0.1911	0.1756	0.1615
11	0.8963	0.8043	0.7224	0.6496	0.5847	0.5268	0.4751	0.4289	0.3875	0.3505	0.3173	0.2875	0.2607	0.2366	0.2149	0.1954	0.1778	0.1619	0.1476	0.1346
12	0.8874	0.7885	0.7014	0.6246	0.5568	0.4970	0.4440	0.3971	0.3555	0.3186	0.2858	0.2567	0.2307	0.2076	0.1869	0.1685	0.1520	0.1372	0.1240	0.1122
13	0.8787	0.7730	0.6810	0.6006	0.5303	0.4688	0.4150	0.3677	0.3262	0.2897	0.2575	0.2292	0.2042	0.1821	0.1625	0.1452	0.1299	0.1163	0.1042	0.0935
14	0.8700	0.7579	0.6611	0.5775	0.5051	0.4423	0.3878	0.3405	0.2992	0.2633	0.2320	0.2046	0.1807	0.1597	0.1413	0.1252	0.1110	0.0985	0.0876	0.0779
15	0.8613	0.7430	0.6419	0.5553	0.4810	0.4173	0.3624	0.3152	0.2745	0.2394	0.2090	0.1827	0.1599	0.1401	0.1229	0.1079	0.0949	0.0835	0.0736	0.0649
16	0.8528	0.7284	0.6232	0.5339	0.4581	0.3936	0.3387	0.2919	0.2519	0.2176	0.1883	0.1631	0.1415	0.1229	0.1069	0.0930	0.0811	0.0708	0.0618	0.0541
17	0.8444	0.7142	0.6050	0.5134	0.4363	0.3714	0.3166	0.2703	0.2311	0.1978	0.1696	0.1456	0.1252	0.1078	0.0929	0.0802	0.0693	0.0600	0.0520	0.0451
18	0.8360	0.7002	0.5874	0.4936	0.4155	0.3503	0.2959	0.2502	0.2120	0.1799	0.1528	0.1300	0.1108	0.0946	0.0808	0.0691	0.0592	0.0508	0.0437	0.0376
19	0.8277	0.6864	0.5703	0.4746	0.3957	0.3305	0.2765	0.2317	0.1945	0.1635	0.1377	0.1161	0.0981	0.0829	0.0703	0.0596	0.0506	0.0431	0.0367	0.0313
20	0.8195	0.6730	0.5537	0.4564	0.3769	0.3118	0.2584	0.2145	0.1784	0.1486	0.1240	0.1037	0.0868	0.0728	0.0611	0.0514	0.0433	0.0365	0.0308	0.0261
21	0.8114	0.6598	0.5375	0.4388	0.3589	0.2942	0.2415	0.1987	0.1637	0.1351	0.1117	0.0926	0.0768	0.0638	0.0531	0.0443	0.0370	0.0309	0.0259	0.0217
22	0.8034	0.6468	0.5219	0.4220	0.3418	0.2775	0.2257	0.1839	0.1502	0.1228	0.1007	0.0826	0.0680	0.0560	0.0462	0.0382	0.0316	0.0262	0.0218	0.0181
23	0.7954	0.6342	0.5067	0.4057	0.3256	0.2618	0.2109	0.1703	0.1378	0.1117	0.0907	0.0738	0.0601	0.0491	0.0402	0.0329	0.0270	0.0222	0.0183	0.0151
24	0.7876	0.6217	0.4919	0.3901	0.3101	0.2470	0.1971	0.1577	0.1264	0.1015	0.0817	0.0659	0.0532	0.0431	0.0349	0.0284	0.0231	0.0188	0.0154	0.0126
25	0.7798	0.6095	0.4776	0.3751	0.2953	0.2330	0.1842	0.1460	0.1160	0.0923	0.0736	0.0588	0.0471	0.0378	0.0304	0.0245	0.0197	0.0160	0.0129	0.0105
26	0.7720	0.5976	0.4637	0.3607	0.2812	0.2198	0.1722	0.1352	0.1064	0.0839	0.0663	0.0525	0.0417	0.0331	0.0264	0.0211	0.0169	0.0135	0.0109	0.0087
27	0.7644	0.5859	0.4502	0.3468	0.2678	0.2074	0.1609	0.1252	0.0976	0.0763	0.0597	0.0469	0.0369	0.0291	0.0230	0.0182	0.0144	0.0115	0.0091	0.0073
28	0.7568	0.5744	0.4371	0.3335	0.2551	0.1956	0.1504	0.1159	0.0895	0.0693	0.0538	0.0419	0.0326	0.0255	0.0200	0.0157	0.0123	0.0097	0.0077	0.0061
29	0.7493	0.5631	0.4243	0.3207	0.2429	0.1846	0.1406	0.1073	0.0822	0.0630	0.0485	0.0374	0.0289	0.0224	0.0174	0.0135	0.0105	0.0082	0.0064	0.0051
30	0.7419	0.5521	0.4120	0.3083	0.2314	0.1741	0.1314	0.0994	0.0754	0.0573	0.0437	0.0334	0.0256	0.0196	0.0151	0.0116	0.0090	0.0070	0.0054	0.0042

جدول القيمة الحالية لدفعة سنوية متساوية قدرها 1 دينار على مدار (ن) من السنوات

Present value of 1 JD per year for each of t years = 1/r - 1(r(1+r)^t)

Annuity Table

No. of years	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174	0.9091	0.9009	0.8929	0.8850	0.8772	0.8696	0.8621	0.8547	0.8475	0.8403	0.8333
2	1.9704	1.9416	1.9135	1.8861	1.8594	1.8334	1.8080	1.7833	1.7591	1.7355	1.7125	1.6901	1.6681	1.6467	1.6257	1.6052	1.5852	1.5656	1.5465	1.5278
3	2.9410	2.8839	2.8286	2.7751	2.7232	2.6730	2.6243	2.5771	2.5313	2.4869	2.4437	2.4018	2.3612	2.3216	2.2832	2.2459	2.2096	2.1743	2.1399	2.1065
4	3.9020	3.8077	3.7171	3.6299	3.5460	3.4651	3.3872	3.3121	3.2397	3.1699	3.1024	3.0373	2.9745	2.9137	2.8550	2.7982	2.7432	2.6901	2.6386	2.5887
5	4.8534	4.7135	4.5797	4.4518	4.3295	4.2124	4.1002	3.9927	3.8897	3.7908	3.6959	3.6048	3.5172	3.4331	3.3522	3.2743	3.1993	3.1272	3.0576	2.9906
6	5.7955	5.6014	5.4172	5.2421	5.0757	4.9173	4.7665	4.6229	4.4859	4.3553	4.2305	4.1114	3.9975	3.8887	3.7845	3.6847	3.5892	3.4976	3.4098	3.3255
7	6.7282	6.4720	6.2303	6.0021	5.7864	5.5824	5.3893	5.2064	5.0330	4.8684	4.7122	4.5638	4.4226	4.2883	4.1604	4.0386	3.9224	3.8115	3.7057	3.6046
8	7.6517	7.3255	7.0197	6.7327	6.4632	6.2098	5.9713	5.7466	5.5348	5.3349	5.1461	4.9676	4.7988	4.6389	4.4873	4.3436	4.2072	4.0776	3.9544	3.8372
9	8.5660	8.1622	7.7861	7.4353	7.1078	6.8017	6.5152	6.2469	5.9952	5.7590	5.5370	5.3282	5.1317	4.9464	4.7716	4.6065	4.4506	4.3030	4.1633	4.0310
10	9.4713	8.9826	8.5302	8.1109	7.7217	7.3601	7.0236	6.7101	6.4177	6.1446	5.8892	5.6502	5.4262	5.2161	5.0188	4.8332	4.6586	4.4941	4.3389	4.1925
11	10.3676	9.7868	9.2526	8.7605	8.3064	7.8869	7.4987	7.1390	6.8052	6.4951	6.2065	5.9377	5.6869	5.4527	5.2337	5.0286	4.8364	4.6560	4.4865	4.3271
12	11.2551	10.5753	9.9540	9.3851	8.8633	8.3838	7.9427	7.5361	7.1607	6.8137	6.4924	6.1944	5.9176	5.6603	5.4206	5.1971	4.9884	4.7932	4.6105	4.4392
13	12.1337	11.3484	10.6350	9.9856	9.3936	8.8527	8.3577	7.9038	7.4869	7.1034	6.7499	6.4235	6.1218	5.8424	5.5831	5.3423	5.1183	4.9095	4.7147	4.5327
14	13.0037	12.1062	11.2961	10.5631	9.8986	9.2950	8.7455	8.2442	7.7862	7.3667	6.9819	6.6282	6.3025	6.0021	5.7245	5.4675	5.2293	5.0081	4.8023	4.6106
15	13.8651	12.8493	11.9379	11.1184	10.3797	9.7122	9.1079	8.5595	8.0607	7.6061	7.1909	6.8109	6.4624	6.1422	5.8474	5.5755	5.3242	5.0916	4.8759	4.6755
16	14.7179	13.5777	12.5611	11.6523	10.8378	10.1059	9.4466	8.8514	8.3126	7.8237	7.3792	6.9740	6.6039	6.2651	5.9542	5.6685	5.4053	5.1624	4.9377	4.7296
17	15.5623	14.2919	13.1661	12.1657	11.2741	10.4773	9.7632	9.1216	8.5436	8.0216	7.5488	7.1196	6.7291	6.3729	6.0472	5.7487	5.4746	5.2223	4.9897	4.7746
18	16.3983	14.9920	13.7535	12.6593	11.6896	10.8276	10.0591	9.3719	8.7556	8.2014	7.7016	7.2497	6.8399	6.4674	6.1280	5.8178	5.5339	5.2732	5.0333	4.8122
19	17.2260	15.6785	14.3238	13.1339	12.0853	11.1581	10.3356	9.6036	8.9501	8.3649	7.8393	7.3658	6.9380	6.5504	6.1982	5.8775	5.5845	5.3162	5.0700	4.8435
20	18.0456	16.3514	14.8775	13.5903	12.4622	11.4699	10.5940	9.8181	9.1285	8.5136	7.9633	7.4694	7.0248	6.6231	6.2593	5.9288	5.6278	5.3527	5.1009	4.8696
21	18.8570	17.0112	15.4150	14.0292	12.8212	11.7641	10.8355	10.0168	9.2922	8.6487	8.0751	7.5620	7.1016	6.6870	6.3125	5.9731	5.6648	5.3837	5.1268	4.8913
22	19.6604	17.6580	15.9369	14.4511	13.1630	12.0416	11.0612	10.2007	9.4424	8.7715	8.1757	7.6446	7.1695	6.7429	6.3587	6.0113	5.6964	5.4099	5.1486	4.9094
23	20.4558	18.2922	16.4436	14.8568	13.4886	12.3034	11.2722	10.3711	9.5802	8.8832	8.2664	7.7184	7.2297	6.7921	6.3988	6.0442	5.7234	5.4321	5.1668	4.9245
24	21.2434	18.9139	16.9355	15.2470	13.7986	12.5504	11.4693	10.5288	9.7066	8.9847	8.3481	7.7843	7.2829	6.8351	6.4338	6.0726	5.7465	5.4509	5.1822	4.9371
25	22.0232	19.5235	17.4131	15.6221	14.0939	12.7834	11.6536	10.6748	9.8226	9.0770	8.4217	7.8431	7.3300	6.8729	6.4641	6.0971	5.7662	5.4669	5.1951	4.9476
26	22.7952	20.1210	17.8768	15.9828	14.3752	13.0032	11.8258	10.8100	9.9290	9.1609	8.4881	7.8957	7.3717	6.9061	6.4906	6.1182	5.7831	5.4804	5.2060	4.9563
27	23.5596	20.7069	18.3270	16.3296	14.6430	13.2105	11.9867	10.9352	10.0266	9.2372	8.5478	7.9426	7.4086	6.9352	6.5135	6.1364	5.7975	5.4919	5.2151	4.9636
28	24.3164	21.2813	18.7641	16.6631	14.8981	13.4062	12.1371	11.0511	10.1161	9.3066	8.6016	7.9844	7.4412	6.9607	6.5335	6.1520	5.8099	5.5016	5.2228	4.9697
29	25.0658	21.8444	19.1885	16.9837	15.1411	13.5907	12.2777	11.1584	10.1983	9.3696	8.6501	8.0218	7.4701	6.9830	6.5509	6.1656	5.8204	5.5098	5.2292	4.9747
30	25.8077	22.3965	19.6004	17.2920	15.3725	13.7648	12.4090	11.2578	10.2737	9.4269	8.6938	8.0552	7.4957	7.0027	6.5660	6.1772	5.8294	5.5168	5.2347	4.9789

المراجع العربية

أولاً : الكتب

١ - أحمد فهمي الإمام، **أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية**، اتحاد المصارف العربية، ١٩٧٩ .

٢ - حكمت شريف النشاشيبي، **استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية العربية**، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، ١٩٨٠ .

٣ - سيد هواري، **الاستثمار والتمويل**، مكتبة عين شمس، القاهرة، ١٩٨٠.

٤ - سوق عمان المالي، **التقرير السنوي الرابع عشر لعام ١٩٩١** .

٥ - سوق عمان المالي، **البيانات الإحصائية لعام ١٩٩١** .

٦ - عبد السلام أبو قحف، **اقتصاديات الاستثمار الدولي**، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ١٩٩١ .

٧ - عبد السلام أبو قحف، **السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، ١٩٨٩ .

٨ - عبدالله مهنا سالم، ومحمد مطر . "**مبادئ الاستثمار**" ، مطبوعات مقهوي، الكويت، ١٩٨٤ .

٩ - عبدالعزيز فهمي هيكل، **أساليب تقييم الاستثمارات**، دار الراتب الجامعية، القاهرة، ١٩٨٥ .

١٠ - عدنان الهندي وآخرون، **الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية**، منشورات اتحاد المصارف العربية، ١٩٩٦ .

١١ - فريدى باز، جورج أبو سالم، **بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ**، منشورات اتحاد المصارف العربية، ١٩٨٧ .

١٢ - محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأوراق المالية**، عمان، ١٩٨٩ .

١٣ - محمد عثمان اسماعيل، **أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية وقياس مخاطر الاستثمار**، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٠ .

١٤ - مروان عوض، **العملات الأجنبية**، الاستثمار والتمويل، النظرية والتطبيق، منشورات معهد الدراسات المصرفة العربية، عمان، ١٩٨٨ .

١٥ – منير ابراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المـــال. الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**. منشورات المعهد العربي للدراسات الماليـة والمصرفية، ١٩٩٣.

١٦ – ________، الأسواق الحـــاضرة والمســتقبلة : **أســواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية**. منشورات المعــهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ١٩٩٤.

١٧ – منى قاسم، **صناديق الاستثمار ، للبنوك والمستثمرين**، الدار المصريـــة اللبنانية، القاهرة، ١٩٩٥ .

١٨ – نقابة المحامين، **قانون الشركات**، قانون مؤقت رقـــم ١ لســنة ١٩٨٩ ، إعداد المكتب الفني، عمان، ١٩٩٠ .

ثانياً: بحوث ومقالات ومحاضرات

١ – عماد موسى، "**قياس وتقييـــم أداء المحـــافظ الاســتثمارية" مجموعــة محاضرات تدريبية** قدمت لمعهد الدراسات الإدارية والفنيـــة، الكويــت، حزيران، ١٩٨٩ .

٢ – محمد مطر "مقومات نجاح سياسة تنوع أصول المحفظة الاســـتثمارية"، **مجلة البنوك بالأردن**، المجلد السابق، العدد الثاني، شباط ١٩٨٨ .

٣ – محمد مطر "العائد الداخلي على الاســتثمار ، كــأداة لاتخــاذ قــرارات الاستثمار طويلة الأجل ، **مجلة البنوك في الأردن**، المجلد التاسع، العــدد الرابع، نيسان ١٩٩٠ .

٤ – محمد مطر "مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات"، **مجلة البنــوك فــي الأردن**، المجلد التاسع، العدد الخامس، أيار ١٩٩٠ .

المراجع الأجنبية

I. Books

1 - Amling, Fredrick, **Investments an Introduction to Analysis and Management,** Prentice – Hall Inc. Englewood Cliffs, Newjersy, 1965 .

2 - Chilver Joseph, **Investment A Student – Centred Approach,** The Macmillan Press Ltd., London, 1992.

3 - Doglas Herbert and Gaumntz E. Jack, **Capital Markets and Institutions,** Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs Newjersy, 1986.

4 – Edwin J. Elton and Matin J. Gurber, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**. John Wiley & Sons Inc. Newyork, 1991.

5 – Fisher, E. Ronald and Jordan, J. Ronald, **Security Analysis and Portfolio Management**. Prentice – Hall Inc. Englewood Cliffs, Newjersy, 1987.

6 – Helfert, A. Erich, **Techniques of Financial Analysis**., Richard D. Irwin Inc. Homewood, Illinoise, 1982.

7 – Kolb W. Robert, **Futures, Options, and Swaps**. Black well publishers Inc. Ocford. UK., 1997.

8 – Repert A. Haugan, "**Modern Investment Theory**., Prentice – Hall International, Editions 1990.

9 – Sharp, F. Williams, **Investments,** Prentice – Hall Inc. Englewood Cliffs, Newjersy, 1978.

10 – Shcwartzman, B. John, **Forcasting Interest Rates,** MacGraw – Hill Inc., New York 1992/

11 – Swiss Bank Corporation, **Foreign Exchange and Money Market Operations**, Shweizerischer, Bankverein, 1987.

12 – William Edward and Champman Findly, **Investment Analysis**, Prentice – Hall Inc. Englewood Cliffs, Newjersy, 1974.

13 – Winfield, R. G., **Success in Investment**, John Murray Publishers Ltd., London, 1991.

14 – Henderson, S., price k., and John A, **Currency and Interest Rate Swaps**, Buther Worths Comp. 1985

15 – Repert A. Haugan, "**Modern Investment Theory**., Prentice – Hall International, Editions 1990.

16 – Rothstein, N., Nancy H. Little and James M., **The Handbook of Financial Futures: A Guid For Investors and Professional Financial Mangers**. MC-Graw-Hill Inc. NewYork, 1993

17 – Sharp, F. Williams, **Investments**, Prentice – Hall Inc. Englewood Cliffs, Newjersy, 1978.

18 – Shcwartzman, B. John, **Forcasting Interest Rates**, MacGraw – Hill Inc., New York 1992.

19 – Swiss Bank Corporation, **Foreign Exchange and Money Market Operations**, Shweizerischer, Bankverein, 1987.

20 – Weston J. Fred and Brigham F. Eugene, **Essentials of Managerial Finance**, The Dryden Press, Newyork, 1987.

21 – William, E. and Champman, F., **Investment Analysis**, Prentice – Hall Inc. Englewood Cliffs, Newjersy, 1974.

22 – Winfield, R., **Success in Investment**, John Murray Publishers Ltd., London, 1991.

II . Research, Articles and Lectures

1 – Beaver, W. "Market Effeciency", **The Accounting Review**, January 1981.

2 – Collins, D. W. "SEC Product-Line Reporting and Market Effeciency", **Journal of Financial Economics**, January 1976.

3 – Gondes, N. "Evidence on the Information Contect of Accounting Messages: Accounting Based an Market – Based Estimates of Systematic Risk." **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, July 1988.

نشر بدعم جزئي من
مؤسسة عبد الحميد شومان



•• المؤلف في سطور ••

- حصل على درجة الدكتوراه في المحاسبة من جامعة عين شمس عام ١٩٨١
- يشغل حالياً مدير دائرة التدريب بالبنك العربي المحدود .
- له خبرة أكاديمية سابقة تمتد من (١٩٨١-١٩٩٥) مارس خلالها مهنة التدريس في الجهات التالية : جامعة الكويت ، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب بالكويت . لحامعه لادرسه وذلك قبل أن ينتهي به المطاف استاذاً مشاركاً ورئيساً لقسم المحاسبة بجامعة العلوم التطبيقية .
- له ما يربو عن الخمسين بحثاً ومقالة علمية نشرت في مجلات محكمة أو نشرات مهنية متخصصة .
- صدر له حتى الآن ستة كتب متخصصة إما منفرداً أو بالمشاركة مع آخرين .

* المحاسبة المالية عام ١٩٩٢ .
* إدارة الاستثمارات عام ١٩٩٣ .
* المحاسبة المتوسطة عام ١٩٩٤ .
* المحاسبة المتقدمة عام ١٩٩٥
* نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات عام ١٩٩٦ .
* التحليل المالي عام ١٩٩٧ .

- ترجم من الانجليزية الى العربية ثلاثة كتب متخصصة من سلسلة الكتب المحاسبية المقررة لامتحانات المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ، كما ترجم معايير المحاسبة الصادرة عن لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC عام ١٩٩٥ .
- عضو جمعية المحاسبين الأمريكية (AAA) . وزميل المجمع العربي للمحاسبين القانونيين (ASCA) ، ومحاسب قانوني مرخص من فئة (أ) ، وعضو اللجنة التأسيسية لجمعية المحاسبة الأردنية .

مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع
ص.ب ١٥٢٧ عمان ١١٩٥٣ الاردن
تلفاكس : ٥٣٣٧٧٩٨

ISBN. 9957/400/01/0 (ردمك)